

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



POLITICA,
MONETARIA,
POLITICA
PRESUPUESTARIA
Y MERCADOS
FINANCIEROS



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 250 44 00/02

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Suplementos sobre el Sistema Financiero

33

1991

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA <i>(Presidente)</i>	JULIO FERNANDEZ GAYOSO
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de honor de la CECA)</i>	FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de honor de la Fundación FIES)</i>	DIEGO FUENTES TALAVERA
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	JUAN CARLOS LOIDI ARREGUI
LUIS CORONEL DE PALMA	FERNANDO MODREGO VITORIA
	GERMAN PEREZ OLLAURI
	CARLOS SISTIAGA COARASA
	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-Jefe)</i>
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Diagramación

José Luis Alvarez Duque

Edita

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

Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid

Depósito legal: M. 402.—1980
ISSN: 02 12-5994

SUMARIO

Introducción. 5

La situación económica de Navarra en 1990. *José A. Asiain Ayala*. 9

I. POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA PRESUPUESTARIA

Problemas económicos españoles de los años noventa: el acercamiento y la convergencia con la CEE. *Enrique Fuentes Quintana*. 15

El déficit exterior español: un desequilibrio amenazador. *Jaime Requeijo González*. 30

¿Cuál es nuestro problema energético?. *Oscar Fanjul*. 38

Política monetaria: presente y futuro. *Gonzalo Gil*. 49

La política monetaria española en el SME. *Luis A. Lerena*. 64

Estado de la integración económica y monetaria en Europa. *Juan Pérez-Campanero*. 68

La política presupuestaria para 1991 y el proceso de consolidación. *José Manuel González-Páramo*. 72

El sector público entre el cambio de milenio, *Raimundo Ortega*. 79

La financiación del Tesoro. *Manuel Conthe Gutiérrez*. 85

II. MERCADOS FINANCIEROS

Expectativas del mercado bursátil. *César Alierta*. 97

El mercado matador, un mercado global y autorregulado. *Félix Arce*. 109

Alternativas estratégicas de la banca española en el mercado financiero europeo. *Carlos Cuervo-Arango*. 124

Creación de valor para el accionista y políticas de dividendos. *Juan Bengoechea y Jesús Pizarro*. 134

Análisis y perspectivas de la situación bursátil. *Juan Ignacio Acha-Orbea*. 142

Gestión integral de activos y pasivos. *Arturo de la Lama López de Areal*. 152

Relaciones entre el sistema financiero y el sistema fiscal. *José Borrell*. 160

Clausura de las IX Sesiones de Trabajo de Tesorería. *Gabriel Urralburu*. 169

INTRODUCCION

Bajo la rúbrica «Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros», *Suplementos* recoge, en esta ocasión, el conjunto de ponencias —y una importante serie de artículos adicionales— presentadas en las Sesiones de Trabajo de Tesorería que se celebran cada año, en el mes de noviembre, en la ciudad de Pamplona, bajo el patrocinio de la Caja de Ahorros de Navarra y de la Fundación FIES. Estas jornadas de estudio —las novenas que se celebran— vienen cumpliendo una doble función: de una parte, brindan información a los asistentes acerca de las novedades que se han producido o que se anuncian en el ámbito de los mercados financieros y de las actuaciones desarrolladas por las autoridades en materia de política monetaria, así como de aquellos problemas económicos de carácter básico que forman el marco en que se desenvuelve la actividad de los responsables de los departamentos de Tesorería de las entidades financieras y de las grandes empresas comerciales o industriales; de otra, ofrecen una oportunidad de coloquio con el conjunto de personalidades del mundo económico y financiero que actúan como ponentes en cada sesión; coloquio que orientan los moderadores (que, en esta ocasión, fueron el Director General del Banco de España, Angel Madroño, y el Director Adjunto de la Fundación FIES, Victorio Valle).

* * *

Los años que se avecinan habrán de ser testigos de la importancia de los condicionamientos de la actividad de las entidades financieras derivados de la construcción de la unión económica y monetaria y de los adelantos que se produzcan en el proceso de integración europea. Tales condicionamientos hacen preciso tratar de determinar, mediante el análisis específico de un conjunto de puntos estratégicos, en qué medida las instituciones españolas acomodan sus actuaciones a la estrategia diseña-

da por la Comunidad Económica Europea para lograr la convergencia de las políticas económicas aplicadas por sus países miembros. Por ello, este número se ha estructurado en dos grandes bloques: de una parte, se analizan los problemas que, para las políticas monetaria y presupuestaria, se derivan del necesario movimiento de convergencia hacia las estrategias europeas; de otra, se aborda la situación del mercado financiero español, que está irremisiblemente abocado a integrarse en el amplio espacio europeo.

Por otro lado, es tradicional en las Sesiones de Tesorería que la primera intervención analice la evolución económica de Navarra a lo largo del año a finales del cual se celebran. **José Antonio Asiaín Ayala**, Vicepresidente y Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra, se ocupó de esta tarea, señalando que dicha evolución ha venido caracterizada por la confirmación de los síntomas de desaceleración que habían apuntado ya en el ejercicio anterior, y acentuando la irrenunciable necesidad de corregir los desequilibrios básicos de la economía navarra instrumentando políticas de oferta que incrementen su productividad para afrontar la entrada en vigor del mercado único.

I. LA CONVERGENCIA EUROPEA: POLITICA MONETARIA Y POLITICA PRESUPUESTARIA

Desde la segunda mitad de la década de los ochenta, la Comunidad Económica Europea se encuentra empeñada en el esfuerzo de diseñar una estrategia común que permita lograr la convergencia de las políticas económicas aplicadas por sus países miembros. Este diseño se basa en dos supuestos de partida. Las economías convergentes son *economías abiertas*, que desarrollan sus actividades en un territorio arancelario común y que

han aceptado el principio de libre competencia como rector de su actividad. Pretenden ser, además, *economías estables*, lo que supone una rotunda negativa a la inflación y a los desequilibrios exteriores y exige, consecuentemente, la elaboración y aplicación de políticas económicas que garanticen la estabilidad del desarrollo económico.

La formulación y aplicación de esta política de estabilización se plantea en tres frentes: el de la política monetaria, el de la política presupuestaria y el de la política de rentas.

La primera de ellas —la política monetaria— se caracteriza porque basa su carácter estabilizador en la renuncia expresa a la financiación del gasto mediante procesos de naturaleza inflacionista. En el contexto general de la estrategia común diseñada para la consecución de la estabilidad, la política monetaria asume un papel fundamental y exige su adecuación a tres requisitos básicos. Ha de ser una política monetaria activa, continuada y anunciada. Activa, en el sentido de que ha de asumir sus propias responsabilidades, realizando cuantas actuaciones resulten necesarias para el logro de sus objetivos. Continuada, porque el empeño tendrá que desarrollarse en el tiempo de modo permanente, y no mediante intervenciones esporádicas y coyunturales. Y anunciada, porque los agentes económicos han de conocer cuál es la posición adoptada por las autoridades monetarias para poder ajustar a ella sus propias decisiones.

El papel encomendado a la política presupuestaria, en el marco general de la estrategia común, no es menos importante. El desarrollo estable exige el diseño y aplicación de mecanismos de disciplina del gasto público, evitando su crecimiento desordenado y aplicando políticas de consolidación presupuestaria que tiendan a controlar el crecimiento del gasto para que, en todo caso, sea igual o menor que el del producto interior bruto. Junto a estas políticas de control, resulta ineludible la reducción primero, y la eliminación después, del déficit público estructural, así como renunciar a la financiación del gasto mediante el recurso a anticipos del banco central al Tesoro y a la colocación coactiva, mediante el empleo de coeficientes obligatorios u otros medios, de los títulos de la deuda pública.

El tercero de los frentes de la política de estabilización es el correspondiente al comportamiento de las rentas, cualquiera que sea su naturaleza (salarios, intereses y márgenes de beneficio), que han de crecer dentro de límites moderados para que no provoquen tensiones inflacionistas. En este sentido, un crecimiento responsable de las rentas salariales exige su ajuste a los incrementos de pro-

ductividad si no se quiere ver gravemente dañada la competitividad empresarial.

Situar en este marco la actuación desarrollada en España es el objeto del trabajo del profesor **Fuentes Quintana**, quien aborda el análisis de los problemas económicos españoles en los años noventa.

Estos problemas, si se toma como punto de referencia el necesario acercamiento al nivel de vida comunitario, exigen la formulación de un conjunto de políticas prioritarias que habrán de ser desarrolladas para que España se aproxime a posiciones europeas, de modo que nuestro país no sea sólo un miembro *de iure* de las instituciones comunitarias, sino que quede también integrado *de facto* en ellas. La consecución del acercamiento al nivel de vida europeo exige dar cumplimiento a tres condicionantes, señalados por el profesor **Fuentes Quintana**: 1) Acelerar el desarrollo económico de nuestro país, lo que implica, entre otras cosas, un incremento notable en el empleo, sin perjuicio del mantenimiento de la competitividad en los mercados de los productos españoles; lo que, a su vez, exige una cuidada atención a los problemas de productividad, pues nuestro país se encuentra todavía distante de las cotas alcanzadas en el resto de Europa. 2) En segundo lugar, se hace preciso un importante aumento de las inversiones y, coherentemente, del ahorro interno que debe financiarlas. 3) Por último, la convergencia con la política económica europea exige el mantenimiento de la estabilidad a través de la lucha contra la inflación y del mantenimiento de los tipos de cambio, así como acometer en nuestro país aquellas reformas estructurales que se consideren indispensables.

La visión ofrecida por el trabajo del profesor **Fuentes Quintana** se refuerza en otros dos trabajos, debidos a **Jaime Requeijo** y a **Oscar Fanjul**.

El rápido crecimiento de la demanda interna española ha generado importantes tensiones en el sector exterior que han repercutido sobre nuestro propio sistema financiero. De la importancia de los desequilibrios exteriores españoles se ocupa el profesor **Jaime Requeijo**, señalando que para su corrección —es decir, para proceder al ajuste de la balanza de pagos— es preciso poner en juego los tres grandes brazos de la política macroeconómica: política monetaria, política fiscal y política de rentas han de colaborar en un ajuste que radica en la contención de la demanda interna y en la corrección de los desequilibrios inflacionistas. Una voz más que, como acabamos de señalar, recaba los necesarios apoyos para que no sea la política

monetaria la única arma que se utilice para la corrección de los desequilibrios exteriores.

Por otra parte, la sensibilidad de la economía española, y especialmente la de sus precios, a la elevación de los del crudo es muy estrecha, por lo que el estudio del problema energético, dado el carácter estratégico del sector, lo presenta como un elemento clave de la balanza de pagos para analizar las expectativas financieras de nuestro país.

El problema del sector energético español no estriba en su intensidad energética ni en su dependencia externa, sino que, según **Oscar Fanjul**, Presidente de REPSOL, estriba en la necesidad de disponer de energía en condiciones de coste, calidad y seguridad de suministro iguales o mejores que nuestros competidores exteriores.

El marco económico general, reflejado en los anteriores trabajos, reclama un comportamiento beligerante por parte del sector público, y no sólo en la esfera de la política monetaria, sino también, y de forma acuciante, utilizando los mecanismos presupuestarios. Cinco trabajos tratan de cubrir este campo.

Gonzalo Gil, **Luis A. Lerena** y **Juan Pérez-Campanero** abordan los aspectos monetarios; **José Manuel González-Páramo** y **Raimundo Ortega**, la política presupuestaria; **Manuel Conthe**, por último, describe los condicionantes y la estrategia de financiación del Tesoro.

La inclusión de estos trabajos trata de dar cumplimiento a un doble objetivo. De una parte, precisar las limitaciones que impone a nuestro país la disciplina del sometimiento al Sistema Monetario Europeo. De otra, es ya un tópico hablar de la soledad en que se ha venido moviendo la política monetaria en la consecución de los equilibrios macroeconómicos. Las funciones que ha de asumir necesariamente la política de ingresos y gastos públicos no podía quedar huérfana de tratamiento en este contexto y, en ese sentido, se inserta un comentario —necesariamente general— del papel que corresponde desempeñar a las autoridades fiscales a la luz de las previsiones del Presupuesto para 1991.

Se pretende mostrar de este modo en qué medida España adecua su política monetaria a los requerimientos de la estrategia común europea. Como es bien sabido, en la consecución de una economía estable, la política monetaria asume un papel fundamental y requiere su adecuación a los tres requisitos básicos que de ella se predicen. Ha de ser una política activa, continuada y anunciada.

Pero no puede continuar moviéndose en solitario. El apoyo de la política presupuestaria, disciplinando el gasto público y evitando su crecimiento desordenado, al tiempo que se reconducen los sistemas de financiación del déficit a cauces ortodoxos, resulta absolutamente imprescindible, como reiteradamente han indicado cuantos informes técnicos se han emitido por instituciones responsables de nuestro país.

II. LOS MERCADOS FINANCIEROS

Se ha dicho con reiteración que las bolsas de valores son el termómetro que mejor marca la temperatura económica de un país. Parecía, en consecuencia, necesario contar con un diagnóstico de la situación que revelen las cotizaciones en la Bolsa de Madrid, como complemento de los análisis que tratan de averiguar la posición española en relación con la europea. De esta labor se encargan **César Alierta** y **Juan Ignacio Acha-Orbea**. El primero muestra cómo a finales del año pasado la Bolsa de Madrid estaba subvalorada, y lo hace mediante el análisis de tres niveles diferentes: la comparación de los niveles de precios con otras bolsas, la comparación de los niveles con su propia historia y la valoración fundamental a través de las variables que teórica e históricamente han determinado el nivel de precios.

El segundo, tras establecer la dimensión de la Bolsa española dentro de las mundiales, se arriesga, en base a los datos económicos de 1990 y a las previsiones para 1991, a realizar un pronóstico sobre las perspectivas a medio plazo que cabe esperar para el próximo futuro.

Por su parte, **Félix Arce** aborda la descripción del «Mercado Matador», como ejemplo de nuevo mercado que se aproxima a la evolución que se espera de los mercados domésticos europeos.

Carlos Cuervo-Arango presentó en su ponencia algunos de los aspectos estratégicos que enfrentan las entidades bancarias españolas en la perspectiva del mercado financiero europeo, subrayando la existencia de un escenario de incertidumbres, tanto por la evolución del entorno cultural y político como por la turbulencia del proceso competitivo interno.

Junto a esta ponencia, se ha incluido una amplia nota de **Juan Bengoechea** y **Jesús Pizarro**, quienes se ocupan de un tema crucial: en qué medida el sector bancario satisface las expectativas de retribución de sus accionistas.

Empleando la expresión «gestión integral de activos y pasivos» en su sentido reducido, como la adopción de medidas tácticas para aprovechar las modificaciones que se producen en el entorno respecto de los supuestos introducidos en los planes anuales de las entidades bancarias, de forma que se optimice la posición competitiva de la institución y se restaure el equilibrio deseado entre resultados y riesgos asumidos, **Arturo de la Lama López Areal** se ocupa en su trabajo de la descripción de los objetivos y funciones que se consideran comprendidos en esa gestión, gestión integral y de las principales herramientas, tanto de análisis como de gestión, necesarias para el cumplimiento de esas funciones. Por último, hace una referencia a los principales tipos de decisiones a través de los cuales se plasma la gestión subsiguiente al análisis.

III. SISTEMA FINANCIERO Y HACIENDA PUBLICA

El número se cierra con la aportación de **José Borrell** a las Sesiones de Trabajo. Era entonces Secretario de Estado de Hacienda el actual Ministro de Transportes, Turismo y Comunicaciones, y se ocupó de analizar las relaciones entre el sistema financiero y el sistema fiscal. Desde este punto de vista, señaló como problemas estructurales más relevantes las relaciones entre ahorro y fiscalidad,

las demandas de «regularización fiscal» y la descentralización territorial en las tomas de decisiones de política fiscal, en la que influyen, de una parte, las cesiones de soberanía que, necesariamente, acarrea nuestra integración en Europa y, de otra, el protagonismo asumido en los últimos años, en materia de inversión pública, por los ayuntamientos y las comunidades autónomas.

Una de las características dominantes en el comportamiento del sector público en los últimos tiempos ha sido la tendencia al crecimiento del gasto de los entes territoriales. Dos circunstancias son quizá las determinantes de tal comportamiento. De una parte, los entes territoriales distintos del Estado han venido asumiendo un conjunto de responsabilidades cada vez más amplias y más profundas, que han abocado a una mayor generación de gasto. Por otra parte, no puede ocultarse que la coexistencia de poderes políticos diferentes en el ámbito territorial ha sido un elemento que ha coadyuvado a un crecimiento acelerado del gasto de estos entes. El curso de estas tendencias ha suscitado profunda preocupación por parte de las autoridades rectoras de la hacienda pública y, por ello, resulta tanto más loable la valentía con que **Gabriel Urralburu Tainta**, Presidente del Gobierno y de la Caja de Ahorros de Navarra, subrayó, en las palabras de clausura de las IX Sesiones de Trabajo, la necesidad de que las entidades públicas sean extraordinariamente prudentes en relación con el incremento del gasto público, vigilando con rigor su eficacia económica y social.

LA SITUACION ECONOMICA DE NAVARRA EN 1990

José Antonio ASIAIN AYALA

I. INTRODUCCION

Centraré mi intervención en la evolución de la economía de Navarra a lo largo de 1990 y en sus perspectivas de futuro. Evolución y perspectivas que, obviamente, están estrechamente ligadas a las de la economía española y a las del ámbito internacional en el que ésta se inserta.

Por eso, y al igual que ha sucedido en el conjunto de la economía nacional, la principal característica de la evolución de la economía navarra a lo largo de 1990 está siendo la confirmación de los síntomas de desaceleración que empezaron a apuntar en el segundo semestre de 1989, y que se han visto notablemente acentuados tras el estallido de la denominada crisis del Golfo Pérsico.

Así, los indicadores disponibles ponen de manifiesto que en la Comunidad Foral, la demanda interna, principal impulsora de la etapa expansiva iniciada en 1985, está experimentando durante este año una reducción significativa de su ritmo de crecimiento, que hubiese sido más intensa de no haberse compensado la disminución de la inversión y del consumo privados con el incremento de la inversión pública y, en menor medida, del consumo público.

En lo que se refiere al *consumo privado*, la práctica totalidad de los indicadores muestran una desaceleración en su crecimiento, atribuible a las restricciones crediticias y a la moderación del ritmo de creación de empleo. La *Encuesta de Coyuntura Industrial de Navarra* muestra, por ejemplo, que en el primer semestre de 1990 las empresas fabricantes de bienes de consumo han visto disminuir sus carteras de pedidos y el grado de utilización de su capacidad productiva, y han aumentado sus *stocks* de productos terminados. En similar sentido apunta la evolución de la tasa de crecimiento

interanual de los créditos concedidos por las entidades pertenecientes a la Federación Navarra de Cajas de Ahorros para la adquisición de bienes de consumo duradero, que, en el primer semestre de 1990, se situaba en el 7,4 por 100, 4,9 puntos por debajo de la tasa de crecimiento interanual correspondiente al mismo período de 1989. Y significativa resulta también la disminución del 4,3 por 100 experimentada por la matriculación de automóviles de turismo en los nueve primeros meses de 1990.

Esta desaceleración del consumo privado contrasta con la expansiva evolución del *consumo público*. En el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de octubre de 1990, la ejecución de los capítulos 1 y 2 de los Presupuestos Generales de Navarra se cifraba en 25.598,3 millones de pesetas, con un crecimiento del 17,5 por 100 respecto a igual período de 1989. Más dinámica todavía ha sido la evolución del consumo público de las corporaciones locales, habida cuenta de que en dicho período las transferencias corrientes que ha realizado el Gobierno de Navarra a estas administraciones para financiar sus gastos de consumo sumaban 9.346,7 millones de pesetas, superando en un 22,4 por 100 a las realizadas en el mismo período de 1989.

En cuanto a la *inversión privada*, todos los indicadores confirman una clara contracción del comportamiento expansivo que la ha caracterizado en los últimos años. Múltiples factores han influido sobre este componente de la demanda, entre los que cabe hacer mención del encarecimiento y racionamiento del crédito, y de un mercado de capitales estrecho e inestable que ha dificultado la obtención de recursos.

Así, por ejemplo, el importe de los créditos otorgados al sector privado por las entidades integrantes de la Federación Navarra de Cajas de Ahorro

para la financiación de actividades productivas experimentaba, a finales de junio de 1990, una disminución del 10,1 por 100 respecto a la misma fecha del año anterior.

Por su parte, la *Encuesta de Coyuntura Industrial de Navarra* pone de manifiesto que en el primer semestre de 1990 las industrias productoras de bienes de inversión han visto reducidas sus carteras de pedidos, han disminuido el grado de utilización de su capacidad productiva y han aumentado sus *stocks* de productos terminados.

Como ya he dicho anteriormente, la expansiva evolución de la *inversión pública* regional, cuyo principal agente es el Gobierno de Navarra, ha venido a compensar parcialmente la desaceleración experimentada por la inversión y el consumo privados.

A 31 de octubre de 1990, las inversiones reales efectuadas con cargo a los Presupuestos Generales de Navarra ascendían a 18.376,9 millones pesetas, con un crecimiento respecto a la misma fecha del año anterior del 123,4 por 100, que fundamentalmente es debido a la ejecución de las obras de infraestructura previstas en el Programa de Inversiones Públicas aprobado por el Gobierno de Navarra para el trienio 1989-1991.

Idéntico sentido expansivo, aunque con mucha menor importancia cuantitativa, muestran las inversiones reales de las corporaciones locales, cuya evolución puede estimarse a través de las transferencias de capital que, para financiar tales inversiones, perciben dichas entidades con cargo a los Presupuestos Generales de Navarra. Pues bien, según las previsiones del Departamento de Administración Local, dichas transferencias se situarán a finales de 1990 en torno a los 9.800 millones de pesetas, con un crecimiento, respecto a 1989, del 14 por 100.

Tras el análisis de la evolución de los distintos componentes de la demanda interna regional, me referiré brevemente a continuación a nuestra demanda externa, en la que también se aprecian evidentes signos de desaceleración.

Baste señalar, a este respecto, que las *exportaciones* realizadas desde Navarra en el primer semestre de 1990 ascienden a 95.394 millones de pesetas, con un crecimiento en términos monetarios del 11,1 por 100, notablemente inferior al 23,4 por 100 alcanzado en el año anterior.

En el ámbito de la *oferta*, los indicadores disponibles muestran una evolución desigual de la producción de los diferentes sectores.

Así, en el *sector agrario*, se aprecian importantes incrementos de los bajos niveles de producción que, como consecuencia de la sequía, se alcanzaron en 1989.

En el *sector industrial*, las opiniones empresariales expresadas en la *Encuesta de Coyuntura* ponen de relieve, como antes he señalado, un descenso de las carteras de pedidos y del grado de utilización de la capacidad productiva instalada, y un aumento de las existencias de productos terminados. En la misma dirección contractiva apunta un indicador tan significativo como el consumo de energía eléctrica, que en el período enero-agosto de 1990 ha sufrido una disminución de 5,3 por 100.

La desaceleración de la actividad productiva no ha afectado, sin embargo, al *sector de la construcción*, que continúa siendo el sector más dinámico de la economía regional. La notable demanda de viviendas y el fuerte impulso experimentado por las obras públicas han hecho posible que en el período enero-mayo de 1990 el consumo de cemento creciera un 22,4 por 100; que en el primer semestre del mismo año el empleo medio del sector se incrementara en un 10,1 por 100 y la licitación oficial en un 56,8 por 100, y que el número de viviendas proyectadas hasta el 30 de septiembre hubiera aumentado un 12,9 por 100.

Los indicadores de la actividad del *sector servicios* ponen de relieve un significativo crecimiento de la producción que no alcanza, sin embargo, los niveles de 1989. Así, en el primer semestre de 1990 el empleo medio del sector ha crecido un 4,1 por 100, mientras que en el mismo período de 1989 creció un 6,3 por 100.

Los indicadores de producción de los distintos sectores apuntan, pues, hacia una disminución significativa del ritmo de crecimiento de la producción regional global, que viene motivada por la desaceleración de la demanda a la que ya me he referido antes y por la mayor competencia exterior, de la que es buena muestra el crecimiento del 36,3 por 100 experimentado por nuestras *importaciones* en el primer semestre de 1990.

En cuanto a los *precios*, hay que señalar que, a finales del pasado mes de septiembre, el IPC acumulado en el transcurso del año experimentaba un crecimiento del 6,7 por 100, 1,2 puntos superior a la tasa nacional. En esa misma fecha, el crecimiento correspondiente a los doce últimos meses era del 6,7 por 100, dos décimas superior a la tasa nacional. Ello pone de manifiesto las dificultades con que se encuentra nuestra economía para moderar el crecimiento de los precios, ya que a los notables aumentos de los costes laborales de la

producción hay que añadir los de los costes energéticos derivados del conflicto del Golfo Pérsico.

La evolución del *mercado de trabajo* durante el primer semestre de 1990 presenta un perfil positivo si se compara con la situación existente en el mismo período del año anterior.

En lo que se refiere a la *oferta de trabajo*, la EPA correspondiente al segundo trimestre cifraba la población activa de Navarra en 201.000 personas, 300 menos que en el mismo período del año anterior. Esta disminución del 0,15 por 100 contrasta significativamente con el aumento del 4,2 por 100 correspondiente al mismo período de 1989.

Respecto a la *demanda de trabajo*, la citada EPA situaba el número de ocupados de nuestra Comunidad en 179.100 personas, 800 más que en el mismo período del año anterior. En términos relativos, ello representa un incremento del 0,45 por 100, muy inferior al 7,2 por 100 del mismo período de 1989.

Este ligero incremento del empleo y la pequeña reducción de la población activa, que antes he mencionado, han permitido una disminución de 1.100 personas en el *número de parados* estimados por la EPA en el segundo trimestre de 1990.

Según esta fuente de información, el número total de parados se sitúa en 21.900 personas, con un descenso del 4,8 por 100 en relación con el mismo período del año anterior. Esta evolución sitúa nuestra tasa de paro en el 10,9 por 100, siendo la tasa nacional el 16,3 por 100.

Las cifras del paro registrado en el INEM muestran una evolución similar, con una disminución, a finales del pasado mes de septiembre, del 3,7 por 100, que sitúa el número de parados registrados en 28.303 personas.

Los datos relativos al mercado de trabajo, aun siendo en sí mismos positivos, han venido, por tanto, a acusar la desaceleración que se ha producido, tanto en el ámbito de la demanda como en el de la oferta.

Y si además se tiene en cuenta que en el primer semestre de 1990 el *aumento salarial* medio pactado en convenios se sitúa en un 8 por 100, 2,2 puntos por encima del registrado en el mismo período de 1989, es fácil concluir que, en un contexto de desaceleración de la actividad económica, esta aceleración del ritmo de crecimiento de los salarios puede acabar provocando un ajuste de las rentas por la vía de la disminución del empleo.

Los datos que he expuesto hasta aquí permiten concluir que durante 1990 la evolución de la economía navarra se ha caracterizado por una desaceleración de las tasas de crecimiento de la producción, de la demanda y del empleo alcanzadas en los últimos años, que sin embargo no ha impedido reducir ligeramente el paro y mejorar considerablemente nuestras infraestructuras básicas y nuestros servicios públicos.

El signo de esta evolución es coincidente con el que se observa en el conjunto de la economía española, y análogas son también las perspectivas de futuro.

Estamos en un momento en el que la desaceleración de la demanda interna, motor del crecimiento de los últimos años, es ya una realidad. Los moderados avances que esta desaceleración había permitido obtener en el ámbito de la inflación y de la balanza de pagos por cuenta corriente se han visto amenazados por las crisis energética ocasionada por el conflicto del Golfo Pérsico.

En esta ocasión, no podemos reiterar los errores cometidos en las anteriores crisis energéticas, en las que se trató de compensar la pérdida de renta nacional, derivada del empeoramiento que en nuestra relación real de intercambio produjo el encarecimiento del petróleo, con políticas expansivas que originaron una inflación galopante, un insostenible déficit exterior, una drástica caída de la inversión y un dramático aumento del paro.

La corrección de nuestros desequilibrios básicos es, pues, irrenunciable, y ello exige mantener políticas moderadamente restrictivas de la demanda e instrumentar políticas de oferta que incrementen la competitividad de nuestra economía y que permitan afrontar la entrada en vigor del mercado único, así como aprovechar las oportunidades que éste puede ofrecernos.

A la consecución de este objetivo puede contribuir positivamente un ajuste de rentas solidario, a través de un pacto social en el que salarios y beneficios se ajusten a las ganancias de productividad y a la disminución de la renta nacional derivada de la evolución de los precios del petróleo.

Sólo así será posible corregir los desequilibrios básicos de nuestra economía, y conducirla por la vía de un crecimiento estable y duradero que permita aproximar nuestros niveles de progreso económico y de bienestar social a los de los países más avanzados de nuestro entorno.

I. POLITICA MONETARIA Y POLITICA PRESUPUESTARIA

PROBLEMAS ECONOMICOS ESPAÑOLES DE LOS AÑOS NOVENTA: EL ACERCAMIENTO Y LA CONVERGENCIA CON LA CEE

Enrique FUENTES QUINTANA

I. LA VALORACION DE LOS PROBLEMAS ECONOMICOS ESPAÑOLES DESDE LA PERSPECTIVA DE LA CEE: SUS MOTIVACIONES

Cualquier intento de valorar el presente y el futuro de la economía española y definir sus problemas reclama una referencia a su integración con la Europa comunitaria. Y ello por dos poderosos motivos: por los compromisos económicos asumidos por España con la CEE y por la influencia decisiva de las economías de la CEE sobre la economía española.

Se ha afirmado, con fortuna, que, por una vez al menos, el futuro de la economía española no puede improvisarse porque lo tenemos firmado. Triplemente firmado, podría añadirse: por el Tratado de Adhesión, por el Acta del Mercado Unico Europeo y por nuestra pertenencia a la política de cambios del Sistema Monetario Europeo y la participación en el proceso de la Unión Monetaria Europea. La suma de esos compromisos ha dado su fundamento firme a la opinión pública hoy dominante, según la cual el éxito del proceso de integración constituye el referente básico de la actividad y de la política económica españolas en la década de los años noventa.

Por otra parte, y en segundo lugar, esa referencia a las economías de la CEE durante la década de los años noventa no deriva sólo de los compromisos asumidos por España con la Comunidad, sino de la importancia que han adquirido las relaciones económicas con el exterior, y fundamentalmente con la CEE, como condicionantes de la actividad económica española. España ha vivido las tres últimas décadas acusando en todos los indicadores de su proceso económico una marcada interdependencia con la economía internacional, y fundamentalmente con la Europa comunitaria.

Los tres ciclos por los que ha atravesado la economía española desde 1959 —los dos de expansión (1959-75, 1985-89) y la década crítica (1975-1985)— se corresponden con idéntica evolución histórica de las economías internacional y europea. Prácticamente, las marchas de las economías española y europea se superponen, mostrando una íntima asociación e interdependencia. Ese comportamiento simétrico de la economía española y de la economía europea de la CEE se ha acentuado durante los últimos quince años por la creciente apertura de la economía española al exterior y el mundo de relaciones intensas que esa apertura provoca. En efecto, desde 1975 a la actualidad, la economía española —una de las más cerradas de Occidente en esa fecha que marca el arranque de nuestra democracia— ha ido abriéndose, cobrando las relaciones con el exterior una importancia creciente como condicionante de la actividad económica interna. Quizás una cifra baste para comprobar este aserto evidente: en 1975, el grado de apertura de la economía española —apreciado por la importancia en el PIB de los intercambios de bienes, servicios y capitales— era el 35,8 por 100 del PIB; en 1989, esa participación había pasado al 57,8 por 100: 22 puntos porcentuales ganados en quince años. Esa apertura creciente de la economía española al exterior se ha protagonizado desde 1986 por los intercambios con la CEE, dada la importancia de los *efectos de la desviación del comercio* hacia Europa a consecuencia del proceso de integración. La íntima interdependencia que guardan las coyunturas de las economías española y de la CEE es una consecuencia de la importancia creciente de esas relaciones económicas.

La interdependencia de las economías española y de la CEE, y la semejanza de las oscilaciones productivas, la manifiesta el elevado y significativo coeficiente de correlación entre los valores del PIB medio *per capita* de la CEE y de España ($r = 0,78$).

Junto a la estrecha interdependencia, esa relación ha obedecido, además, a dos características adicionales: un cierto *retardo* en el reflejo español de la coyuntura comunitaria y la *mayor volatilidad* de nuestra propia coyuntura teniendo la europea como dato de referencia.

El *retardo* de la coyuntura española respecto de la europea se aprecia en la llegada de las dos coyunturas: la alcista de las etapas de auge (1959-75 y 1985-89) y la crítica de 1975 a 1985. A España llega la gran onda expansiva, que el mundo occidental y Europa vivían desde 1953, en 1959. Hecho que se repite en la recuperación iniciada a finales de 1985 en España, y que Estados Unidos había abierto en 1983 y Europa seguido en 1984. Si las dos fases de auge viajaron con retraso, también lo hizo la llegada de la crisis, que se registraría en la economía europea y en la internacional en 1973 y sólo en 1975 en la economía española.

Las etapas expansivas y la crítica se han manifestado en la economía española *con mayor intensidad* que en las economías europeas. Hemos crecido más de prisa en las fases de expansión y nos ha afectado más negativamente la desaceleración de la actividad económica en la fase crítica.

Esa interdependencia de la economía española con la europea durante los últimos treinta años acentúa la importante conclusión, cuya validez histórica resulta indiscutible, que afirma que España es deudora de la situación económica europea, a través de la que vivimos las incidencias de la economía internacional. El reconocimiento de esta realidad es el que obliga a valorar los problemas económicos españoles desde una perspectiva europea, porque es esa perspectiva la que condiciona nuestro futuro, al igual que ha condicionado nuestro pasado. Dicho en términos diferentes: el futuro de cualquier economía debe tejerse siempre con las posibilidades con las que se cuenta en el presente, y esas posibilidades las define para la economía española la situación de la economía europea.

II. EL OBJETIVO PERMANENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LA DÉCADA DE LOS NOVENTA: EL ACERCAMIENTO A LA EUROPA COMUNITARIA

Situada la economía española en ese contexto obligado de nuestros compromisos y de nuestras interdependencias con la CEE, es evidente que la gran tarea de la década de los noventa, que condiciona la política económica y el comportamiento

económico de España, reside en jugar con éxito la carta de integración a la que los españoles nos jugamos nuestro destino. Una cuestión crítica, derivada de ese planteamiento, es la que se contiene en la pregunta fundamental: *¿Cuál es el objetivo que define esa posición económica de España de cara a la integración con la CEE?* La respuesta a esta pregunta fundamental la ofrece la situación de la economía española respecto a la media de la CEE. Si esa situación se aprecia por el indicador elemental, pero expresivo, del PIB por habitante, los datos ofrecidos por la Comunidad nos dicen que la economía española está situada hoy en el 76 por 100 del PIB medio comunitario *per capita*. En otros términos: España es hoy un país europeo *de iure*, lo afirman así nuestros compromisos y acuerdos con la CEE; pero no es aún un país europeo *de facto*, lo niegan nuestros niveles relativos de desarrollo. Estamos situados a 24 puntos del PIB medio comunitario, tras vivir en los últimos cuatro años un importante proceso de recuperación de nuestra economía que ha permitido ganar 4,2 puntos en la posición relativa con la CEE. El *acercamiento* a los niveles de producción y productividad de la CEE define así el problema básico de la economía española en esta década.

Este objetivo del *acercamiento* económico a la CEE se traduce en dos metas domésticas de la mayor importancia. La primera consiste en conseguir un crecimiento duradero del empleo y una reducción en las tasas de paro, una meta exigente e imposible de lograr sin una *mejora de la competitividad* de los bienes y servicios producidos por la economía española en relación con los bienes y servicios producidos por la CEE, lo que, a su vez, reclama un *aumento de la productividad* que reduzca progresivamente los desfases existentes de la productividad española con la vigente en la CEE. Esa meta de las mejoras del empleo, la competitividad y la reducción del desfase de productividad España-CEE supone, a su vez, la existencia de una segunda meta doméstica prioritaria para los años noventa: afianzar y elevar las *tasas de inversión* de forma continua y aumentar la capacidad de *ahorro interno* que permita la financiación equilibrada de las mayores inversiones.

III. LA COORDINACIÓN Y CONVERGENCIA DE ESPAÑA CON LA CEE: LA OBLIGADA REFERENCIA A LOS PAÍSES CENTRALES Y SU SIGNIFICACIÓN

Además de los objetivos que definen esas dos metas domésticas, el *acercamiento* de la economía española a los niveles medios de producción y em-

pleo de la CEE debe cumplir con las *condiciones restrictivas* que establece la *coordinación y convergencia* con las políticas económicas y el comportamiento de los *países centrales* de la CEE.

Dos son las afirmaciones que se contienen en estas condiciones restrictivas de la *coordinación y convergencia* de la política económica y del comportamiento de la economía española con los comunitarios. La primera es la que utiliza como término de referencia de la coordinación y convergencia a los *países centrales*. Esta expresión —hoy impuesta en el lenguaje económico— tiene la importante significación de referir el comportamiento económico no a la Europa de los doce, sino al de aquellos países de la CEE que constituyen el núcleo que impulsa el proceso de integración europea para llegar a las metas que se proponen el mercado único y la unión monetaria. Ese núcleo, al que denominamos *países centrales*, está integrado por dos grandes economías —Alemania y Francia— y por tres economías de menor peso —Holanda, Bélgica y Dinamarca—, pero que han logrado converger hacia los comportamientos económicos que han definido las dos grandes economías citadas. Alemania ha marcado hasta ahora la pauta del comportamiento económico al que ha aspirado la CEE. Francia se ha unido al comportamiento alemán gracias al cambio de orientación de su política económica a principios de los años ochenta; política económica que, aplicada decidida y perseverantemente, le han permitido ganar los márgenes necesarios de equilibrio interno y exterior. Hoy, Francia ha conseguido integrarse en el núcleo de países centrales que están en condiciones de protagonizar y de beneficiarse del proceso de integración de Europa. Ese núcleo de *países centrales*, formado por las economías alemana y francesa, que ha englobado a las de los países menores antes citados, es el que se ha convertido en el término de referencia para quienes deseamos participar en el proceso del mercado único y la unión monetaria.

De ese núcleo de *países centrales* quedan excluidas dos grandes economías europeas: Gran Bretaña e Italia. El caso de Gran Bretaña constituye el contrapunto del comportamiento de Francia. La carencia de una disciplina financiera en el período 1986-1988 permitió un crecimiento excesivo del gasto nacional, del que partieron los desequilibrios de la economía británica que hoy intentan corregirse, con costes, sin duda, elevados y sin haber concluido aún el proceso de convergencia con los *países centrales*. Italia arrastra una situación económica comprometida por su enorme déficit público —al parecer irremediable—, que impulsa el gasto

nacional y compromete su convergencia con las directrices marcadas por Alemania y Francia. Los tres países mediterráneos menos desarrollados —España, Portugal y Grecia— e Irlanda están también situados lejos del comportamiento y los equilibrios de los *países centrales*, si bien la posición española es mucho mejor que la de las restantes economías del Sur (Portugal, Grecia). Es esta lejanía la que obliga a ajustar su ejecutoria como tarea prioritaria de la política económica. El horizonte económico de estos países de la CEE (Gran Bretaña, Italia, España, Portugal, Grecia e Irlanda) es el de converger con los valores de los indicadores de comportamiento que ofrecen los *países centrales*.

La conducta económica que definen los *países centrales* se deriva de la aceptación plena de una estrategia peculiar de la política económica. Es ésta la segunda afirmación que define el sentido de la *coordinación y convergencia* con la política económica y el comportamiento de los *países centrales*. Esa estrategia de la política económica europea se fue definiendo durante la década de los años ochenta por la Comisión de las Comunidades Europeas, y consta de tres componentes fundamentales:

- La práctica de una *política monetaria* de signo estabilizador que mantenga un aumento de la liquidez de la economía compatible con la convergencia entre nuestra tasa de inflación y la de los países de la CEE, así como la asunción de la responsabilidad de mantener las paridades acordadas de la peseta dentro de los límites fijados por el Sistema Monetario Europeo. Esa política monetaria debería complementarse y verse asistida por una *política presupuestaria* dirigida a estabilizar el gasto nacional merced al control del gasto público, la eliminación del déficit público estructural y la prohibición de financiar por medios monetarios el déficit público. Esas dos políticas, de coincidencia indispensable, deberían asistirse por una *moderación en el crecimiento de las rentas* (salarios, intereses, márgenes de beneficio).
- El tipo de cambio de las distintas valutas debería mantenerse firme (por los compromisos con el Sistema Monetario Europeo y por los efectos negativos de la devaluación monetaria sobre la inflación). Son los menores costes y precios internos los que deben mejorar la competitividad y no las devaluaciones competitivas del tipo de cambio.
- La adopción de un conjunto de *reformas estructurales* orientadas hacia dos objetivos: a) la desregulación, liberalización y fomento de la competencia en los distintos mercados de bienes, de factores productivos y de productos financieros; b) la reforma del sector público en el doble frente

de un gasto público mejor administrado y de una imposición más eficiente, más simple y más justa, y que tenga en cuenta y afronte la competitividad fiscal que pueda crearse en el ámbito comunitario.

IV. LA CONVERGENCIA ESPAÑA-PAÍSES CENTRALES DE LA CEE APRECIADA POR LOS INDICADORES DE DIVERGENCIA: LA PRUEBA DE LOS NUEVE INDICADORES

¿En qué medida la situación actual de la economía española converge con la de los países centrales de la CEE? Responder a esta pregunta adquiere la importancia decisiva de comprobar hasta qué punto España puede lograr el éxito que se pretende en el objetivo de acercamiento a Europa para culminar el propósito de la integración en la CEE. Porque de lo que se trata no es de afirmar nuestro deseo de conseguir ese propósito, sino de contrastar su viabilidad y comprobar la distancia que nos separa de su consecución. Con el fin de disponer de bases objetivas que nos permitan juzgar la actual posición de la economía española en el proceso de integración europea, es preciso utilizar los llamados *indicadores de divergencia*. Este concepto ha sido propuesto y aplicado sistemáticamente por la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión de las Comunidades Europeas para evaluar la situación económica de los distintos países de la CEE. Esos indicadores atienden a seis conceptos: demanda nacional o gasto nacional, oferta (PIB), inflación, empleo, balanza por cuenta corriente y déficit público. Esos seis conceptos iniciales se amplían en los análisis comunitarios con otros dos: el coste laboral unitario y los desequilibrios de los procesos de ahorro e inversión. A esos ocho indicadores se han añadido los tipos de interés para ofrecer los nueve indicadores de divergencia cuyos valores se presentan en el cuadro núm. 1. Es la aplicación a España de esos *indicadores de divergencia* y su valoración la que debe permitirnos conocer nuestros problemas de acercamiento o alejamiento a la CEE y apuntar las posibles decisiones para facilitar nuestra convergencia. Concedo al conocimiento y seguimiento de esos *indicadores de divergencia* una importancia difícil de exagerar para enjuiciar la situación económica española y para orientar la política económica. El cálculo y divulgación de esos indicadores de divergencia es también fundamental para definir una *política de información* sobre el compromiso de nuestro acercamiento a Europa, con la que la sociedad española debe contar para ganar la baza de nuestra integración europea.

El cuadro núm. 1 presenta los valores de esos *indicadores de divergencia* para el período 1985-1989 y los estimados para 1990.

Como puede comprobarse por su lectura, los *indicadores de divergencia* parten del intenso crecimiento del gasto nacional, que se ha adueñado de la escena española desde 1986. Un crecimiento que afecta a todos sus componentes, y tanto al sector público como al privado. Desde 1986, las tasas anuales de crecimiento del gasto nacional han superado el 6 por 100 en términos reales, situándose en 1989 en el 7,7 por 100. Dos divergencias entre esas tasas de crecimiento anunciaban la peligrosa situación en que nos colocaban: la *primera*, la que revelaba la comparación con la vigente en los *países centrales* de la CEE, con tasas de crecimiento en el gasto que no superaban el 3 por 100. Doblar ese crecimiento constituye un comportamiento anómalo, difícilmente sostenible cuando se opera en una misma área económica. La *segunda divergencia* era la ofrecida por la tasa a que crecía el gasto nacional y la tasa máxima potencial de crecimiento de la economía. Aunque esa tasa límite del crecimiento del PIB sea difícil de estimar, las valoraciones realizadas coincidían en situarla en España en torno al 4 por 100 del PIB, claramente discrepante de la tasa de aumento registrada en el gasto nacional.

Esas dos significativas diferencias indicaban dónde iban a residir los problemas de la economía a la que se referían: el alza de precios sería la consecuencia de un gasto nacional lanzado a ritmos que no podían atender las posibilidades productivas internas, y la filtración de ese gasto voraz hacia el exterior provocaría un intenso aumento de las importaciones difícilmente financiable por las exportaciones corrientes de bienes y servicios. Los dos desequilibrios —interno y exterior— de la economía española han partido de ese excesivo crecimiento del gasto nacional. La diferencia entre el crecimiento de nuestra demanda interna y la del resto de los países de la CEE se materializaría, así, en la peligrosa divergencia de nuestra inflación y déficit exterior con los que registraban los países comunitarios. Unos hechos que prueban claramente las cifras del cuadro en sus partidas 1, 3 y 4.

El salto en las tasas del gasto nacional a partir de 1986 permitió obtener, inicialmente, tasas de desarrollo brillantes del PIB, tasas del orden del 5 por 100, propias de los años sesenta, y que se creían perdidas para siempre. Es cierto también que esas elevadas tasas de crecimiento español superaban a las logradas por los países de la CEE, lo que permitía conseguir el objetivo vital del acercamiento de España a la CEE. Los valores de la

CUADRO NUM. 1
INDICADORES BASICOS DE DIVERGENCIA ENTRE ESPAÑA Y CEE
(Países centrales)

<i>Tasas de variación s/año anterior</i>	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1. Gasto nacional						
Países centrales	2,8	2,7	2,2	3,0	3,0	3,6
España	2,9	6,1	8,1	7,1	7,8	4,6
Divergencia española	0,1	3,4	5,9	4,1	4,8	1,0
2. Producto interior bruto						
Países centrales	2,1	2,3	1,7	3,6	3,6	3,4
España	1,9	3,5	5,6	5,2	4,8	3,7
Divergencia española	-0,2	1,2	3,9	1,6	1,2	0,3
3. Inflación						
3A. Precios consumo (IPC)						
Países centrales	4,0	1,3	1,9	2,0	3,2	3,0
España	8,8	8,8	5,2	4,8	6,6	6,7
Divergencia española	4,8	7,5	3,3	2,8	3,4	3,7
3B. Deflactor implícito PIB						
Países centrales	4,1	3,7	2,3	2,4	3,0	3,5
España	8,5	10,9	5,9	5,7	7,0	7,3
Divergencia española	4,4	7,2	3,6	3,3	4,0	3,8
4. Desequilibrio exterior: balanza por c/c (% PIB)						
Países centrales	0,9	1,6	1,4	1,9	2,0	1,4
España	1,7	1,6	0,1	-1,1	-3,2	-3,5
Divergencia española	0,8	0,0	-1,3	-3,0	-5,2	-4,9
5. Déficit público (% PIB)						
Países centrales	-3,0	-2,6	-2,6	-2,9	-2,0	-2,8
España	-6,9	-6,0	-3,2	-3,2	-2,7	-3,7
Divergencia española	-3,9	-3,4	-0,6	-0,3	-0,7	-0,9
6. Desempleo (% población activa)						
Países centrales	9,2	8,7	8,7	8,5	8,0	7,4
España	21,6	21,2	20,5	19,5	17,3	16,3
Divergencia española	12,4	12,5	11,8	11,0	9,3	8,9
7. Coste laboral unitario						
Países centrales	3,0	2,5	2,3	0,9	1,4	3,3
España	5,5	8,4	5,9	3,8	5,3	6,7
Divergencia española	2,5	5,9	3,6	2,9	3,9	3,4
8. Tipos de interés:						
8A. A corto plazo						
Países centrales	7,6	6,6	6,6	6,3	7,8	9,2
España	12,2	11,7	15,8	11,7	15,0	15,2
Divergencia española	4,6	5,1	9,2	5,4	7,2	6,0
8B. A largo plazo						
Países centrales	9,2	7,5	8,0	7,8	8,1	9,4
España	13,4	11,4	12,8	11,7	13,8	14,5
Divergencia española	4,2	3,9	4,8	3,9	5,7	5,1
9. Inversión y ahorro (% PIB):						
9A. Formación bruta capital						
Países centrales	19,2	19,3	19,4	20,0	20,4	21,1
España	18,9	20,0	21,5	23,7	25,3	25,7
Divergencia española	-0,3	0,7	2,1	3,7	4,9	4,6
9B. Ahorro nacional bruto						
Países centrales	20,1	20,9	20,8	21,9	22,4	23,0
España	20,6	21,6	21,6	22,6	22,1	22,2
Divergencia española	0,5	0,7	0,7	0,7	-0,3	-0,8

Fuentes: España, Contabilidad Nacional (INE); países centrales CEE, «Anexo estadístico», en *European Economy*, núm. 46 (diciembre 1990); países centrales, Alemania, Francia, Holanda, Bélgica y Dinamarca.

serie 2 del cuadro núm. 1 muestran el gran salto hacia adelante dado por la economía española en el período 1985-1990. Ese salto ha coincidido con el ingreso de España en la CEE y, en gran parte, ha sido motivado por él. Ese crecimiento económico espectacular de España, sin embargo, no puede ocultar que el crecimiento del gasto nacional que lo impulsaba no sólo se acusó sobre los valores de la serie 2 del cuadro núm. 1. El intenso aumento del gasto nacional afectó también a la serie 4 (inflación) y a la 5 (desequilibrio exterior). La tasa de inflación española —bien se aprecie por el IPC o por el deflactor implícito del PIB— ha superado a lo largo de toda la recuperación a las tasas de inflación de los *países centrales* de la CEE.

Ese primer desequilibrio de la inflación se ha presentado con tres características: 1.^a Su origen común en los aumentos insostenibles del gasto nacional. 2.^a La existencia de dos fases distintas: las que van de 1986 a 1988 y de este último año hasta la actualidad. Como puede comprobarse por las cifras del cuadro núm. 1 (serie 3), la inflación desacelera su marcha en el primer período. Sin embargo, ya a partir del segundo trimestre de 1988 se registraría un apresuramiento de la inflación, que se mantiene en niveles elevados y con diferenciales altos con los *países centrales* de la CEE en la actualidad. 3.^a Bajo el peso de la misma causa —el aumento desbordado del gasto nacional— debe reconocerse el carácter *dual* de nuestro proceso inflacionista. Así, mientras los índices de precios de la industria aumentaban a tasas del orden del 3 por 100, en línea con las elevaciones de los *países centrales* de la CEE, los precios del sector servicios lo hacían a tasas del 8-9 por 100. Ese comportamiento *dual* de la inflación española viene explicado por el proceso de integración con la CEE. La competencia activa de la CEE en los productos comercializables se ha visto reforzada por la apertura exterior y la rebaja arancelaria impuesta por el Tratado de Adhesión de España con la CEE; mientras que los servicios, como prestaciones no comercializables, han acusado, en sus intensas elevaciones de precios, la falta de competencia y la rigidez —en muchos casos protegida por la Ley— de sus prestaciones.

La primera y tercera características de la inflación española llevan a la importante y obvia conclusión de que esa inflación se debe, sin duda, a un gasto nacional excesivo que hay que moderar si se aspira a lograr precios más estables; pero esa reducción del gasto nacional no bastará para eliminar la inflación causada por el cambio sustancial de la estructura de precios relativos provocado por la integración de España en la CEE. Las distorsio-

nes que introducen los precios de los servicios y sus efectos sobre la inflación obligarán a definir una estrategia de la política anti-inflacionista, de la que forman parte las actuaciones dirigidas a implantar la competencia en los muy distintos mercados en que esos servicios se comercian. Reducir la demanda y liberalizar los intercambios con la CEE no bastará para aproximar la inflación española a la de los *países centrales* de la CEE, porque esas decisiones no afectarán de forma suficiente a la inflación del sector servicios. Si este componente esencial de la política anti-inflacionista no se adopta e implanta con energía, se correrá el riesgo de que los precios de los servicios distorsionen el nivel general de precios, poniendo en peligro el tejido industrial de la economía española.

A ese primer desequilibrio que la inflación ha introducido en la marcha de nuestra economía durante el proceso de recuperación se añade el desequilibrio exterior que permiten apreciar los valores de la serie 4 del cuadro núm. 1, que recoge los saldos de la balanza de pagos por cuenta corriente en porcentajes del PIB. El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente que se registra en los años que van de 1985 a 1987 se transformaría en un déficit creciente en los años 1988 a 1990, que manifiestan un diferencial importante con el comportamiento de los *países centrales*. Cuando se intentan averiguar las causas que están tras ese crecimiento del déficit de la balanza de pagos, son dos las que han destacado la mayoría de los análisis realizados: el aumento del déficit de la balanza comercial y la debilitación del superávit de la balanza de servicios.

El déficit comercial, a su vez, cuenta con tres puntos de apoyo explicativos: el aumento del gasto nacional en relación con el aumento registrado en los *países centrales* de la CEE, la apreciación del tipo de cambio de la peseta en un contexto de costes y precios internos crecientes, que ha llevado a una importante pérdida de la competitividad de la economía española de más del 11 por 100 respecto a los países de la CEE, y el aumento de la competencia de la CEE, facilitada por la desaparición de los contingentes a la importación, la reducción arancelaria y la desaparición de la protección fiscal impuestas por el Tratado de Adhesión. Las estimaciones realizadas de estos tres factores destacan a las diferencias del crecimiento del gasto nacional, respecto de las tasas dominantes en el crecimiento del gasto de los *países centrales*, como el factor dominante.

Ese comportamiento deficitario de la balanza comercial se ha visto agudizado, en su influencia so-

bre el saldo de la balanza de pagos, por la debilidad del superávit de la balanza de servicios, el gran activo de nuestros intercambios con el exterior a lo largo del tiempo. La balanza de servicios ha presentado en su rúbrica fundamental —el turismo— un comportamiento preocupante desde 1989. La suma de inflación aguda del sector de servicios en España y el tipo de cambio han originado una crisis importante de competitividad y de demanda en este sector que constituye un apoyo decisivo de nuestra balanza de pagos.

Es cierto que esos déficit de la balanza de pagos, causados por el déficit comercial y la debilidad de la balanza turística, no han tenido el efecto paralizante que ha precedido históricamente a las espectaculares detenciones del proceso de desarrollo en el pasado por el comportamiento positivo y excepcional de la balanza de capitales. Sería, sin embargo, un grave error creer que las condiciones de credibilidad del futuro de la economía española, en las que se apoya la entrada de capitales exteriores, pueden sostenerse si se mantienen los niveles de desequilibrio existentes entre gasto nacional y producción interna. No es posible conseguir un desarrollo económico continuado apoyándose en un gasto nacional excesivo, que alimenta unos desequilibrios imposibles de prolongar por mucho tiempo.

Es este comportamiento desequilibrado y divergente de la economía española el que importa alterar radicalmente para impulsar la convergencia de la economía española con la de los *países centrales* de la CEE. Un comportamiento de difícil alteración, porque está profundamente arraigado en la cultura y costumbres económicas españolas. En efecto, la debilidad permanente del proceso de desarrollo económico español a lo largo del tiempo ha sido la de apoyarse en aumentos acelerados del gasto nacional, que, al encender la mecha de una inflación explosiva y un desequilibrio insostenible de la balanza de pagos, obligaban a introducir frenazos estabilizadores costosos y paralizantes de los aumentos de la producción. Este pasado histórico de nuestro desarrollo no es sostenible en el momento actual porque supondría un coste irreparable para la economía española y el abandono de cualquier intento de convergencia con la CEE, indispensable para culminar con éxito el proceso de integración española con Europa.

Esos desequilibrios, interno y exterior, se han prolongado con un *déficit público* que no hemos sido capaces de eliminar, pese al intenso crecimiento de la etapa de recuperación económica,

como prueban los valores de la serie 5 del cuadro número 1. Dos fases diferencian esas liquidaciones de las cuentas públicas: la del bienio 1986-1987, en que el déficit redujo en 3,7 puntos su participación en el PIB, mientras la divergencia española respecto de los países centrales de la CEE quedó situada en 0,6 puntos, y la que va desde 1988 hasta hoy. En 1988, se invierte esa tendencia, manteniéndose el déficit en un 3,2 por 100 del PIB, y en 1989, el déficit público se sitúa en el 2,7 por 100 del PIB, lo que supone un distanciamiento mayor con los países centrales, hasta el límite de 0,7 puntos. Los datos oficiales disponibles permiten estimar el déficit público en 1990 en torno al 3,7 por 100 del PIB, lo que seguirá acusando un diferencial con los países centrales de la CEE del orden del 0,9 por 100 del PIB. A ese déficit público sostenido en el proceso de recuperación de la economía española han colaborado los comportamientos de autonomías y municipios. El ritmo al que han crecido los gastos públicos territoriales y su déficit (autonómico y municipal) se ha convertido en parte destacada del problema deficitario que plantean las administraciones públicas. El mantenimiento continuado del déficit de las administraciones públicas desde 1988 a 1990 se ha convertido en un factor beligerante de los desequilibrios de la economía.

Los conceptos 7 y 6 del cuadro núm. 1 reflejan el comportamiento creciente de los costes laborales unitarios a partir de 1988, a pesar de las elevadas tasas de desempleo existentes, síntoma de la rigidez y desajustes de nuestros mercados de trabajo. El crecimiento salarial ha sido especialmente intenso en 1990, como indica la estimación realizada del coste laboral unitario. A la vista de estos datos, es evidente que la moderación de las rentas ha estado ausente de la política española de ajustes en los dos últimos ejercicios. El componente fundamental de los salarios ha situado su ritmo de expansión por encima de los crecimientos de la productividad, ocasionando un aumento claro en los costes laborales unitarios y presionando negativamente sobre la competitividad y la inflación registradas en la economía española.

A la misma tendencia alcista y diferencial con los países centrales de la CEE responden los tipos de interés españoles (partidas 8A y 8B del cuadro). Esos elevados niveles relativos de los tipos de interés han sido consecuencia de dos comportamientos: en primer lugar, la insuficiencia del ahorro interno para atender a las demandas de los fondos de ahorro procedentes de todos los sectores de la economía: de las empresas privadas para sus inversiones, de las familias para aumentar su consu-

mo por la vía del endeudamiento, del sector de las administraciones públicas para financiar su déficit permanente; en segundo lugar, esos mayores tipos de interés se deben al propósito de la política económica de reducir los desequilibrios de la economía, encauzando permanentemente sus actuaciones a través de una política monetaria restrictiva sobre la que tendré ocasión de volver más adelante.

La partida 9 y final del cuadro núm. 1 recoge el comportamiento de la formación bruta de capital, cuyo crecimiento desde 1986 constituye el gran argumento del proceso de recuperación económica. Un crecimiento de casi 7 puntos de participación en el PIB (desde 1985 a 1990) ha situado a la inversión española en torno a los 5 puntos por encima de la registrada en los países centrales de la CEE. Sin embargo, el ahorro nacional no ha respondido de la misma forma, aumentando muy poco más de 2 puntos su participación en el PIB. Ese comportamiento apunta hacia la necesidad de una política de ahorro como una de las obligaciones pendientes, que afecta de forma directa al sector de administraciones públicas y a su incidencia sobre el ahorro del sector privado, en especial sobre el ahorro de las familias, que ha perdido de 1985 a 1990 más de 2 puntos porcentuales de su participación en el PIB.

El análisis de los *indicadores de divergencia* entre España y los *países centrales* de la CEE permite contestar a la pregunta con la que se iniciaba el apartado IV de este trabajo: *¿En qué medida el comportamiento de la economía española, en su proceso de recuperación, converge con el de los países centrales de la CEE?* Nuestra respuesta, objetivada por los *indicadores de divergencia*, ha mostrado las importantes discrepancias que ese comportamiento ofrece respecto de los *países centrales*. Una inflación persistente y un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente constituyen indicadores claros de los preocupantes desequilibrios económicos españoles. Un déficit público prolongado y un coste laboral unitario creciente alimentan la pérdida de competitividad derivada de los mayores tipos de interés y de los costes diferenciales del trabajo, con los que la economía española está entregando la ventaja comparativa acumulada con la que contaba el empleo de la mano de obra en nuestro país. La debilidad del ahorro interno no permite financiar en condiciones de equilibrio el crecimiento vital de las inversiones, cuya continuidad es garantía de nuestro acercamiento a Europa. Reducir esas divergencias españolas tratando de lograr un crecimiento continuado, que, para serlo, tiene que conseguirse en con-

diciones de estabilidad, se ha convertido así en la condición inexcusable para el éxito de la política de integración de España con la CEE.

V. LA ACTUACION DE LA POLITICA ECONOMICA ESPAÑOLA ANTE LA MARCHA DE LOS INDICADORES DE DIVERGENCIA

Resultaba difícil que las conclusiones obtenidas de un análisis elemental de los *indicadores de divergencia* no motivase un cambio de la política económica cuando, en 1989, los hechos evidenciaban con tanta claridad la peligrosa discrepancia entre el comportamiento económico español y el de los *países centrales* de la CEE.

¿Cuáles fueron las decisiones adoptadas por la política económica española para reducir esas divergencias que evidencian las cifras del cuadro número 1? Contestar a esta pregunta obliga a seguir la marcha de los acontecimientos a partir de la fecha histórica —19 de junio de 1989— en que España ingresaba en el Sistema Monetario Europeo. Era evidente que el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta en los límites fijados por su paridad suponía la aceptación de una disciplina económica que obligaba, imperativamente, a una convergencia de las tasas del crecimiento del gasto nacional y a una reducción de los desequilibrios españoles respecto de los registrados en los países centrales de la CEE. En efecto, una divergencia de costes y precios internos entre los países del Sistema Monetario Europeo hace que, al mantenerse los tipos de cambio nominales, se produzca un aumento de los tipos reales de cambio que erosiona directamente a la competitividad de la economía, con claro impacto sobre el déficit corriente de la balanza de pagos. Dicho en otros términos: la indisponibilidad de las variaciones del tipo de cambio nominal como medio de afrontar y corregir situaciones de inestabilidad exterior constituía una consecuencia de nuestra obligación básica con el Sistema Monetario Europeo, que debe tenerse siempre presente como un cambio *fundamental* en los instrumentos utilizables por la política económica. La política monetaria, la fiscal y la de rentas cobraban, por este motivo, un relieve singular para conseguir la obligada convergencia con los indicadores de los países centrales de la CEE.

Justamente en los momentos en que esa coordinación y convergencia con los países comunitarios se hacía imprescindible, alcanzaba su punto álgido la coyuntura económica, definida por un gasto na-

cional creciente que desataba los desequilibrios de la economía española y su divergencia con los de la Europa de los *países centrales*. Ese crecimiento del gasto nacional no había podido dominarse hasta entonces por la aplicación de una política monetaria restrictiva. La decisión de entrar en el Sistema Monetario Europeo tenía que interpretarse así como la afirmación de la urgente necesidad de variar ese estado de cosas y aplicar, resueltamente y sin concesiones, una política de ajustes definida por la CEE con el triple componente antes expuesto: estabilizador, de mantenimiento del tipo de cambio y de reforma estructural.

Sin embargo, nada de esto sucedió. En su lugar, siguió aplicándose una política monetaria en soledad, incorporando una medida extrema que agudizaba su contundencia: el control *temporal* del crédito interno, que se añadía al establecimiento —ya ordenado desde enero de 1989— de los depósitos obligatorios no remunerados en el Banco de España para los créditos procedentes del exterior. El carácter *temporal* con el que esas medidas se introducían tenía el doble significado de entenderlas como ineludibles en un momento excepcional y de estimar que esos controles perdían eficacia con el transcurso de su aplicación, con lo que su verdadero propósito debería buscarse en ganar el tiempo necesario para que las restantes medidas de política económica —presupuestarias y de disciplina de las rentas— pudieran definirse y articularse con eficacia.

Es preciso preguntarse por los efectos que sobre los componentes del gasto nacional ha tenido esa política monetaria que utilizaba las medidas de emergencia de la contingentación del crédito. A poco más de un año de la adopción de esa decisión, cabe afirmar que sus efectos han sido *apreciables* sobre el gasto nacional, han tratado con *desigualdad* a los elementos componentes de dicho gasto y han afectado a la *eficiencia* en la utilización de los recursos.

La importancia de los efectos de la contingentación del crédito sobre los elementos integrantes del gasto nacional se deriva de la imperfecta sustituibilidad de las distintas fuentes del crédito, lo que afecta a las condiciones de precio y plazo en que los créditos se venían concediendo por sus cauces habituales. La contingentación del crédito obliga siempre a sus demandantes a buscar vías diferentes de las habituales y esos cambios fuerzan a los precios de su concesión, esto es, a los tipos de interés, en tanta mayor medida cuanto mayor sea el plazo del crédito. Ese comportamiento es el que se ha registrado plenamente en España.

La contingentación del crédito y la elevación de los tipos de interés han afectado al ritmo de crecimiento del gasto nacional, que ha caído en 1990, según los pronósticos más compartidos, en torno a 2,5 puntos porcentuales al menos respecto de su tasa de crecimiento de 1989, como indican las previsiones del cuadro núm. 1 de indicadores de divergencia. Esta reducción del gasto nacional no afectará, sin embargo, por igual a sus componentes. Las inversiones, obviamente, constituyen el componente del gasto más sensible a la restricción del crédito y a la elevación de los tipos de interés. Una influencia multiplicada en España por la agudización de la competencia de muchos productos, a causa del proceso de integración, y también por la desaceleración de los beneficios empresariales, que, al reducir las posibilidades de autofinanciación de las empresas, les han hecho más dependientes de los mercados de crédito.

Por otra parte, la evolución de una política monetaria más restrictiva que la de los países de la CEE, para forzar la convergencia de nuestro gasto nacional y de la inflación con los vigentes en países comunitarios, ha llevado a tipos de interés superiores a los vigentes en esos países. Esa divergencia ha producido entradas de capital en España y, con ellas, apreciaciones del tipo de cambio nominal de la peseta, lo que, a su vez, se ha convertido en un factor que ha disminuido la competitividad de nuestra producción de bienes y servicios, agudizándose de esta manera el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. La menor competitividad de nuestras exportaciones ha sido el efecto último de la aplicación unilateral de la política monetaria.

La desigualdad con la que la política monetaria traduce sus consecuencias sobre los componentes del gasto nacional ha ocasionado que sean la inversión y las exportaciones las que han sufrido el peso directo del ajuste para reducir los desequilibrios de la economía. Los *costes de eficiencia* impuestos por esta actuación de la política monetaria sobre los componentes del gasto nacional son los evidentes de desplazar el ajuste sobre las inversiones, que determinan el crecimiento del empleo y el dinamismo técnico de una economía, y sobre las exportaciones, que agudizan el déficit de la balanza de pagos. Es ésta una conclusión que ha mostrado dramáticamente las consecuencias últimas del abandono de sus deberes por parte de las políticas presupuestaria y de moderación de las rentas, exigibles en orden a colaborar a la reducción del gasto interno. A falta de esas políticas, ni el consumo privado ni el gasto público han ajustado sus ritmos de crecimiento a la disciplina nece-

saría para la reducción del gasto nacional. La factura del ajuste la han pagado la inversión y las exportaciones.

VI. LAS DEBILIDADES DE LA POLITICA ECONOMICA ESPAÑOLA APRECIADA POR LOS INDICADORES DE DIVERGENCIA: LAS TRES DECISIONES BASICAS PARA LA INTEGRACION ESPAÑA-CEE

La utilización de los *indicadores de divergencia* con los *países centrales* no sólo facilita una valoración objetiva de la situación de nuestra economía, denunciando sus principales problemas, sino que muestra también las debilidades de la política de ajustes aplicada, y sus faltas de sintonía y fidelidad a los componentes de la estrategia de la política económica definida por la CEE para orientar el rumbo de las economías europeas a partir de los años ochenta.

La pregunta clave es, en esta oportunidad: *¿Qué decisiones de la política económica adquieren una importancia crítica para facilitar la convergencia y competitividad de la economía española con los países de la CEE?* Si se atiende a la experiencia española acumulada durante el proceso de recuperación económica, tres han sido las debilidades más persistentemente manifestadas por las medidas de la política económica aplicada en nuestro país.

- I. Las acusadas por la *política presupuestaria* para actuar sobre el gasto nacional y contribuir a un crecimiento continuado y estable.
- II. El *comportamiento de las rentas (salarios, intereses y márgenes de beneficio)*, que ha presionado sobre los costes y precios internos, dificultando un crecimiento económico en condiciones de estabilidad y ocasionando una pérdida de competitividad con los países europeos.
- III. Las registradas en el campo de las *reformas estructurales*, tanto en la activación de la competencia de los mercados de productos, de factores y financieros como en las reformas dirigidas a ganar eficiencia en las aplicaciones del gasto público y a conseguir un reparto y una reforma del sistema tributario con la triple orientación de mejorar su eficiencia, lograr su simplificación y afirmar su equidad.

La primera, y más denunciada, de las debilidades mostradas por la política económica española es

la que se manifiesta en la articulación y, sobre todo, en la aplicación de una *política presupuestaria* capaz de colaborar con las políticas monetaria y de rentas a reducir los desequilibrios de la economía. Seis serían los criterios a los que debería responder la política presupuestaria, con la que no hemos contado, para lograr el propósito doble antes consignado:

1.º Debe tratarse de una *política presupuestaria restrictiva* que contribuya a disminuir la presión del gasto nacional y su crecimiento diferencial, hoy existente, respecto del gasto nacional de los *países centrales*.

2.º Componente fundamental de esa política presupuestaria restrictiva es el control a plazo medio de la tasa de crecimiento del gasto de las administraciones públicas, que debería obedecer al criterio fundamental de que *sus tasas de crecimiento anual no superen a las tasas previstas de crecimiento en el PIB*; criterio incumplido a lo largo de los años del proceso de recuperación, como lo prueba el hecho del aumento constante de la participación del gasto de las administraciones públicas en el PIB. El cumplimiento de este criterio, que responde a lo que la OCDE denomina *política de consolidación presupuestaria* del sector de las administraciones públicas, plantea dificultades importantes a la hacienda pública española, dada la intensidad de las demandas que pesan sobre los gobiernos central, autonómicos y locales para que eleven los gastos en todas las direcciones, pero muy especialmente en educación, sanidad e infraestructuras de todo tipo. La magnitud e importancia de los desequilibrios económicos actuales obligan a vencer esas presiones por un mayor gasto público. Las partidas de subvenciones y ayudas financieras, en particular a las empresas del sector público, la limitación al crecimiento del empleo en el sector público y una utilización más eficiente de los recursos y el personal disponible, ofrecen alternativas para cumplir con el criterio de *consolidación presupuestaria* que la hacienda pública debe aplicar indispensablemente.

3.º El tercer criterio de la política presupuestaria es el de *eliminar la acción expansiva del déficit público*. Este criterio no se ha aplicado a las políticas presupuestarias en España. En efecto, el déficit público, tras el brillante saneamiento de la hacienda pública española en el bienio 1986-1987, disminuiría en 3,8 puntos su participación en el PIB, de los cuales 2,5 puntos correspondían a una reducción del déficit público cíclicamente ajustado (esto es, el déficit público calculado tras eliminar del déficit público registrado el efecto en los ingre-

sos y gastos de las oscilaciones cíclicas en el nivel de actividad económica, lo que constituye el indicador más expresivo de la orientación de la política presupuestaria). En 1988, esa tendencia del déficit se invertiría, manteniéndose el déficit público en el 3,2 por 100 del PIB (igual al de 1987), pero creciendo el déficit público ajustado cíclicamente en 0,7 puntos porcentuales del PIB potencial. En 1989, la participación en el PIB es semejante a la de 1988, pero la cifra ajustada cíclicamente suponía un nuevo aumento de 1,1 puntos del PIB potencial. En esa misma tendencia se sitúa el déficit público del ejercicio de 1990, aumentando el cíclicamente ajustado en 0,2 puntos del PIB potencial. Ese ajuste del déficit público permite comprobar que la dirección de la política fiscal ha sido continuamente expansiva de 1988 a 1990, en contra de la acción restrictiva que hubiera sido necesaria y que quedaba encomendada a la sola actuación de la política monetaria.

4.º La política de consolidación presupuestaria y la reducción-eliminación del déficit público estructural han contado en España con la dificultad no resuelta de la *coordinación de hacienda central y haciendas territoriales*, fundamentalmente de las haciendas autonómicas. Un criterio importante de la política presupuestaria española reside en definir un marco que haga controlable el déficit total de las administraciones públicas. La hacienda pública de la democracia española ha respondido a un conjunto de características entre las cuales reviste un relieve singular la aparición de nuevas o reforzadas instancias de gasto a escala territorial. El cuadro núm. 2 presenta algunas de las propiedades en que se ha manifestado esa presencia creciente de las administraciones territoriales dentro de las administraciones públicas españolas. Un aumento de la participación del gasto de las haciendas territoriales de 15,4 puntos desde 1975 y un déficit de 1,3 puntos del PIB constituyen propiedades que

obligan a contar con elementos de disciplina que permitan consolidar el gasto de esas administraciones territoriales y reducir su déficit. Para lograr esos dos propósitos, es indispensable contar con una aplicación efectiva del *principio de responsabilidad fiscal*. Mientras la financiación del gasto público autonómico y local descansa sobre la hacienda pública central y sus transferencias, será imposible motivar a autonomías, provincias y municipios para que reduzcan el ritmo del crecimiento del gasto público y eliminen el déficit público. Asumir el coste de coordinar los mecanismos presupuestarios internos del Estado con los de las comunidades autónomas para conseguir una política presupuestaria conjunta de las administraciones públicas debe constituir un objetivo importante de la política presupuestaria española en el presente y en el inmediato futuro.

5.º La política presupuestaria debe contar con *límites rigurosos a la posibilidad de financiar el déficit público por recurso al Banco de España o por financiaciones impuestas al sistema bancario*. Esa limitación está hoy aceptada por todos los países que participan en el proceso de la Unión Monetaria Europea, y se ha traducido ya en disposiciones presupuestarias en 1990 y en 1991 en España. Esa limitación debería aplicarse en términos de operaciones diarias, lo que clarificaría las relaciones entre Tesoro y Banco de España, permitiendo una mejor definición de la política monetaria y de la deuda pública.

6.º La política presupuestaria debe contribuir a *aumentar el ahorro público sin perjudicar, al mismo tiempo, al ahorro privado*. La forma en que se ha recompuesto el ahorro público en España —gracias al notable aumento de la presión fiscal y a la favorable coyuntura de la recuperación económica— manifiesta claramente la debilidad del ahorro público conseguido para contribuir a la financia-

CUADRO NUM. 2
DESCENTRALIZACION DEL GASTO Y ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES
(En porcentaje del gasto total de las Administraciones Públicas)

	1975	1982	1985	1989	1990	Incremento 1975/1990
1. Gasto de las administraciones territoriales	9,9	15,7	21,4	24,2	25,3	15,4
2. Gasto de las comunidades autónomas	—	3,7	10,4	13,6	14,4	14,4
3. Gasto de las diputaciones y ayuntamientos	9,9	10,9	11,3	10,6	10,9	1,0
4. Déficit de las administraciones territoriales (en porcentaje PIB)	0,0	-0,5	-0,3	-0,6	-1,3	-1,3
5. Deuda de las administraciones territoriales (en porcentaje PIB)	2,0	3,3	3,7	6,3	7,6	5,6

Fuente: «Actuación económica y financiera de las administraciones públicas (Intervención General de la Administración del Estado). Cuentas financieras del Banco de España», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 37. Los datos de 1990 son estimados a partir de los Presupuestos Generales, liquidación del sector Estado y avance sobre comunidades autónomas.

ción continuada en el tiempo de los gastos de inversión. Esa debilidad del ahorro público se deriva, ante todo, de la forma en que se ha producido: se ha apoyado en el aumento de los impuestos directos, con una recaudación favorecida por el proceso de recuperación económica y por los efectos de la inflación sobre bases nominales y tarifas, inflación no descontada más que muy limitadamente a la hora de aplicar la imposición directa.

Es evidente que esos dos apoyos básicos del ahorro público poseen defectos importantes. El primero, el de la provisionalidad, puesto que el ahorro público ha sido, en gran parte, el resultado de un crecimiento económico intenso que no puede prolongarse en el tiempo más que al coste impagable de un aumento de la inflación incompatible con nuestra pertenencia al Sistema Monetario Europeo y con las obligaciones que nos impone la marcha hacia la Unión Económica y Monetaria Europea. En la circunstancia previsible —y deseable— de un crecimiento económico más moderado y estable, el ahorro público no recibirá la ayuda que en el pasado reciente ha obtenido del crecimiento desbordado de la economía. Por otra parte, el apoyo recaudatorio sobre la inflación, que ha elevado los ingresos públicos, constituye un defecto grave contra la equidad impositiva, que debe corregirse si se desea que la imposición recaiga sobre la verdadera capacidad de pago de los contribuyentes. Pero es que, además, el mayor ahorro público conseguido por un aumento de la imposición directa castiga simultáneamente al ahorro privado, con lo que se corre el peligro de conseguir una contribución neta positiva muy reducida al ahorro nacional. La evidencia empírica disponible muestra que la rápida escalada de la imposición directa ha contribuido de forma importante a la caída del ahorro empresarial y familiar. Los análisis realizados sobre el comportamiento del ahorro en España indican, en efecto, que un aumento de una peseta del ahorro público ha supuesto una elevación de sólo veinte céntimos en el ahorro nacional, porque, al aumentar el ahorro público, el ahorro empresarial ha caído en cincuenta céntimos y el familiar en treinta céntimos. Esa sustitución operada entre ahorro público y ahorro privado se ha debido a que han sido los mayores impuestos directos sobre la renta y los beneficios los que han permitido el mayor ahorro público, y han sido los efectos de esos impuestos los que han disminuido el ahorro privado. Sólo una política continuada de consolidación presupuestaria, que se oriente a la contención efectiva del gasto público, puede conseguir ese aumento deseado y simultáneo de ahorro público y ahorro nacional.

Articular y aplicar una política presupuestaria que responda a los seis criterios anteriores constituye una decisión de enorme importancia para facilitar la convergencia necesaria de la economía española con el comportamiento de los *países centrales*, hasta el punto de convertir a esa política presupuestaria en condición indispensable para el proceso de integración de la economía española y para nuestra participación en las tareas de la Unión Monetaria Europea.

La segunda debilidad de la política económica española respecto de la estrategia de ajuste seguida por la CEE se halla en el comportamiento de las rentas: salarios, intereses y márgenes de beneficio. El crecimiento del coste laboral unitario de los últimos ejercicios, y su importante divergencia con los ritmos de variación de ese mismo concepto registrados en los *países centrales*, han producido dos consecuencias de la mayor importancia: la pérdida de competitividad de las producciones españolas y la intensificación de la presión inflacionista.

La competitividad de la economía española se ha convertido en un factor que desempeña un papel decisivo en el proceso de integración de la economía española en la CEE. Esta situación hace necesario conocer las condiciones de las que depende y tratarlas con acierto por la política económica. Los análisis realizados sobre los condicionantes de la competitividad han identificado tres causas que, básicamente, la determinan: el comportamiento de los precios relativos y del tipo de cambio, la variación de los salarios reales en relación a la productividad del trabajo y el precio de las importaciones en relación con el deflactor de los precios internos del PIB.

Esos tres factores han tenido comportamientos diferentes y muy cambiantes a lo largo del período de la recuperación económica, en especial en los últimos años. Quizás el dato más sorprendente, cuando se considera el nivel relativo de precios en los movimientos del tipo de cambio de la peseta, sea el de las causas que han provocado la reevaluación de la peseta, convertida en factor decisivo en la pérdida de competitividad frente al exterior. La mezcla de política monetaria y fiscal ha provocado un crecimiento de los tipos de interés, y la pertenencia al Sistema Monetario Europeo ha afianzado el tipo de cambio, facilitando la llegada de capital extranjero. De esta manera, se ha producido la paradoja de que el déficit público y la insuficiencia del ahorro interno, factores que a largo plazo son responsables de la debilidad de una moneda, actúen a corto plazo en el sentido contrario, al elevar los tipos de interés. No obstante, éste es

un proceso inestable que concluye cuando los agentes que participan en el juego se convencen de la *insostenibilidad* del proceso, lo que podría causar graves problemas de ajuste a la economía española.

Un factor adicional de pérdida de competitividad es la evolución de los salarios reales con relación a la productividad del trabajo. Desde los Pactos de la Moncloa hasta 1986, este *ratio* había constituido un elemento de mejora constante de la competitividad. Sin embargo, a partir de esta fecha, el proceso se invierte y la economía española pierde competitividad por la doble vía de los crecimientos salariales y de un aumento desacelerado de la productividad.

En este contexto, sólo la favorable evolución de los precios de importación ha contribuido a paliar parcialmente la pérdida de competitividad de la economía española. Entre 1984 y 1990, el deflactor de los precios de importación con relación al deflactor del PIB se ha reducido en un 43 por 100. Este beneficio inesperado ha contribuido, pues, a compensar, sólo parcialmente, los otros dos efectos de signo negativo procedentes de nuestro comportamiento interno. En cualquier caso, esta mejora de los precios de importación es una variable no controlable, y cuyos efectos pueden orientarse en el futuro en un sentido distinto.

Atendiendo a estos tres indicadores, componentes del índice agregado de competitividad, es un hecho que éste acusa una pérdida que excede el 11 por 100 desde 1987 a 1990. Tratar de corregir esa situación es obligado para posibilitar una integración no traumática de España en el mercado único, y en esta situación, la marcha del crecimiento de los salarios nominales en relación con la productividad se convierte en un factor clave. Por este motivo, se debe insistir en que la política de salarios debe ajustarse a un comportamiento compatible con el mantenimiento de la competitividad, logrando, sin embargo, el mayor crecimiento posible de las ganancias *reales* de los trabajadores. Desde este punto de vista, afirmar la necesidad de la moderación salarial constituye una expresión confusa, pues transmite el mensaje equivocado de que lo que se pretende es una congelación o limitación de los salarios para que sobre ellos descansen las ganancias de la competitividad y estabilidad de los precios. Esa enunciación de la política de salarios desata las protestas del mundo sindical y alimenta una contienda apasionada que no puede desembocar más que en una confusión demagógica, que oscurece cualquier posibilidad de una decisión razonable. El objetivo de la política de salarios debe ser obtener, como antes se indicó, los mayores

salarios *reales* permitidos por un crecimiento sostenido y estable de la economía capaz de crear empleos. Actuar sólo sobre los aumentos de salarios nominales, sin tener en cuenta la productividad del trabajo, llevará siempre a obtener ganancias a corto plazo de los asalariados que portan en sí mismas la semilla de su propia autodestrucción, dado que la inflación, el lento crecimiento y la pérdida de empleos serán el resultado de esa estrategia errónea, como lo prueba la experiencia española posterior a la crisis de 1974. La conexión de crecimientos salariales *nominales* situados por encima de la productividad con la inflación constituye una evidencia que han mostrado todas las experiencias disponibles. Los análisis realizados por la CEE concluyen que el crecimiento del coste salarial unitario tiene siempre una responsabilidad superior al 50 por 100 en la elevación de los precios de las distintas economías. En 1990, ese comportamiento del coste salarial unitario ha provocado un aumento de los precios del orden del 61 por 100.

Sin embargo, el comportamiento de las otras rentas (intereses y márgenes de beneficio) no puede quedar excluido a la hora de conseguir la deseada competitividad y estabilidad de la economía.

La reducción de los tipos de interés se debe perseguir por una disminución del déficit público y una política eficiente del ahorro nacional, que deben constituir elementos activos en un tratamiento de las rentas del país.

Los márgenes de beneficio constituyen, asimismo, una partida destacada para lograr un crecimiento estable. Aquí el proceso de integración con Europa ha aportado la decisión eficiente para reducir, merced a una mayor competencia, los márgenes de beneficio excesivos y hacerlos caminar hacia niveles más adecuados. Por desgracia, esa competencia mayor sólo afecta al llamado sector *expuesto* de la economía, el que produce bienes comercializables para los intercambios con el exterior, pero no al llamado sector protegido, o «abrigado», de la competencia externa, que no produce bienes comercializables para el intercambio internacional. Ese sector protegido, que abriga la realización de márgenes de beneficio no competitivos, reclama un tratamiento de cara a mejorar la competitividad de la economía y para ganar precios mejores y más estables. Con indeseable frecuencia, las reformas necesarias en los mercados menos expuestos a la concurrencia exterior suelen olvidarse por los poderosos motivos de la pereza de la política económica —un factor destacado de nuestro comportamiento— y por la falta de decisión para aplicar la ascética de la competencia a los sectores productivos que sestean muy cómo-

dos alejados de ella. Elaborar un minucioso programa de reformas de los mercados protegidos —que afecta a la mayoría de los servicios— constituye un componente esencial de la política de competitividad y estabilidad de precios. Un programa de reformas con el que la economía española no ha contado plenamente y que, indispensablemente, necesita para culminar con éxito su proceso de integración en Europa.

El tercer núcleo de políticas en que la economía española ha mostrado su debilidad es el de las que la CEE denomina *políticas de reforma estructural*, con el doble escenario de los sectores privado y público. Una mejor asignación de los recursos utilizados por el sector privado reclama la liberalización y competencia de los mercados de bienes, servicios, factores productivos y mercados financieros, y la activación de todas las fuerzas competitivas en esos mercados desregulados y liberalizados. Esta política enlaza con la que acaba de aludirse para reducir los márgenes de beneficio de los sectores abrigados de la competencia, con el propósito de lograr mejores comportamientos de la estabilidad.

La política económica española ha aportado tres grandes decisiones de reforma estructural para el sector privado: la que ha supuesto el ingreso de España en la CEE, con la apertura de la economía para los sectores expuestos; la reforma abierta en el sistema financiero desde 1977, y guiada por las líneas de su liberalización y una mayor competencia, y la liberalización parcial del mercado de trabajo, con la aparición y extensión de los sistemas de contratación temporal. Esas reformas han supuesto ganancias importantes en la flexibilidad de la economía. Ganancias importantes, pero limitadas, que precisan afianzamiento y extensión. La propia dinámica de la integración y de la liberalización del sistema financiero habrá de llevar a nuevos niveles de competencia. La flexibilización parcial del mercado de trabajo plantea el problema de su extensión, para evitar el hecho denunciado con insistencia del *carácter segmentado de ese mercado*. En el segmento protegido del mercado de trabajo —el de los empleos permanentes—, son menores tanto la motivación como la eficiencia de la mano de obra, mientras que en el menos protegido el empleo ha acusado un índice de rotación muy elevado que daña a la eficiencia del trabajo. Conseguir una situación mejor del mercado de trabajo precisa de una reforma de éste, que debería reducir su segmentación ganando flexibilidad, lo que haría necesario rebajar los costes de despido de los trabajadores permanentes y supervisar —y simplificar— el sistema de contratación temporal.

A esas reformas, ya iniciadas por la política económica española, deberían seguir las ya indicadas del sector protegido de la economía, en el que queda bastante por hacer. Unas reformas que necesitan ese programa minucioso, al que antes nos referíamos, que haga inventario de los distintos mercados —en particular, de los servicios— y lleve los aires tonificantes de la competencia al sector resguardado de la economía.

En el campo del *sector público*, las reformas estructurales tienen en España dos capítulos pendientes: el de las medidas para *ganar eficiencia en el gasto público y el de la adaptación del sistema tributario* a los criterios permanentes de eficiencia, simplificación y equidad.

Tres son las alternativas claramente abiertas para mejorar la *eficiencia del gasto público*:

1.^a La importancia cobrada por las inversiones públicas y el empleo creciente de recursos en la formación de capital humano (enseñanza, sanidad, movilidad de la mano de obra) conceden un interés destacado a la utilización eficiente de los recursos asignados a esas partidas de gasto. La aplicación rigurosa y profesional de criterios de *coste-beneficio* y *coste-eficacia* en la selección y ejecución de *proyectos de inversión* es esencial en este sentido, como también lo es la realización de *controles de auditoría* y la revalorización del Presupuesto público como elemento de disciplina del gasto.

2.^a Debe mencionarse también la posibilidad de que las presiones del gasto se reduzcan como consecuencia de la retirada parcial del sector público de la producción pública, pero no de la provisión pública. La *provisión pública sin producción pública y con producción privada*, mediante acuerdos financieros con el sector privado (servicios concertados), puede sustituir con ventaja la producción pública *directa* en áreas como la sanidad y la educación.

3.^a Un gasto público que reclama en España dosis crecientes de racionalidad es el constituido por los *gastos fiscales*. El presupuesto de gastos fiscales no constituye en nuestro país lo que su titulación promete. Mejorar ese presupuesto de gastos fiscales para evaluar la conveniencia de los múltiples incentivos, cuyo coste fiscal apenas ocasiona el beneficio general que se pretende, debería ser objetivo de una política que trate de ganar eficiencia en el gasto público.

La *reforma de la imposición española* se ha llevado bastantes horas de discusión en el actual ejercicio, pero no ha culminado en decisiones capaces de adecuar el reparto de nuestros impuestos a criterios de eficiencia, simplificación y mayor equidad. Tres deberían ser los criterios que inspi-

rasen una reforma tributaria de mayor calado que la que reduce su ámbito al solo impuesto personal sobre la renta que se programa: 1.º) La consideración de la experiencia propia y la reducción de los pasivos que esa experiencia muestra. 2.º) La experiencia ajena de las reformas tributarias registradas en los países industriales en la segunda mitad de los años ochenta, a cuyos criterios y ordenación deberían ser sensibles nuestros impuestos. 3.º) La competitividad planteada por los sistemas tributarios de la CEE, que lleva hacia ajustes obligados de los impuestos españoles, muy especialmente de aquellos relacionados con los rendimientos y ganancias de capital.

Al conjunto de ajustes fiscales que se derivan de esos tres frentes se ha referido un extenso Informe que he dirigido, en el que han colaborado varios profesores de Hacienda Pública y al que han apoyado más de cuarenta y cinco catedráticos y profesores titulares (*). No resulta posible referir con brevedad el contenido y la lógica de las reformas fiscales propuestas en ese Informe, pero, en todo caso, sí cabe afirmar que éstas no coinciden con la que se ha limitado en España al impuesto personal sobre la renta. Sobre la reforma tributaria tendrá que volver la política económica del país, porque la emprendida tiene un vuelo corto y unas decisiones insuficientes para convertir a los tributos españoles en el arma eficiente que se necesita con el fin de culminar nuestro proceso de integración en Europa.

VII. EL ACERCAMIENTO DE ESPAÑA A LA CEE Y EL OBLIGADO CUMPLIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE CONVERGENCIA

Cabe poca duda de que la década final del siglo va a estar dominada por la vigencia permanente del objetivo del acercamiento de nuestro nivel de producción y renta a los de la media comunitaria. Es ésta una empresa de largo alcance, porque es mucha la distancia económica que aún nos separa de Europa y reducirla reclama no sólo crecer, sino hacerlo superando la tasa media de desarrollo de la CEE. Como en el cuento de Alicia, hay que correr para permanecer en el mismo lugar. Ese mayor crecimiento relativo español, que constituye el objetivo del acercamiento, ha vivido sus mejores días en los años que cuenta el período de recuperación de 1985 a 1989. Las diferencias tecnológicas y económicas entre España y la CEE y el impacto del ingreso en un gran mercado ha hecho del desarrollo español un proceso que casi podía lograrse por contagio. Bastaba para conseguirlo dejarse contagiar, esto es, abrir nuestras fronteras, libera-

lizar nuestros mercados y administrar con cordura nuestras grandes oportunidades de crecimiento frente al gran mercado de la Europa comunitaria. Sin embargo, en la medida en que se avanzaba en ese proceso de acercamiento, las facilidades de continuarle se iban agotando. El objetivo del acercamiento ha ido imponiendo con creciente exigencia el cumplimiento de las condiciones de convergencia. Es a exponer el contenido de estas condiciones, su lógica económica y su aplicación a la economía española a lo que se ha dedicado este trabajo.

Sobre dos conclusiones derivadas de su contenido desearía llamar la atención del lector: la necesidad de valorar la situación del país con la aplicación de los *indicadores de divergencia*, que ofrecen un espejo fiel de sus problemas y no la imagen deformada en tantas ocasiones por las interpretaciones políticas, y el repaso obligado y periódico de su situación económica desde esos *indicadores de divergencia* constituye la información objetiva indispensable para situar el momento y evaluar los problemas del proceso de la integración española en Europa. Los deberes de convergencia son los que deben inspirar la política económica en esta década. Esa referencia la hace fácil y muy difícil a la vez. Fácil, porque el término para la elaboración de sus medidas ha de ser la estrategia de la política económica comunitaria, algo conocido y periódicamente expuesto por las instituciones de Bruselas; y muy difícil, porque el ajuste de la estrategia de la política económica comunitaria reclama un conjunto de conductas muy exigentes de los agentes de una economía (familias, empresas, Estado): aceptar y responder al reto que supone la apertura exterior, aceptar la ascética de unos mercados internos liberalizados y competitivos, asentar las condiciones exigentes de estabilidad, mantener el tipo de cambio de la unidad monetaria huyendo de las presiones en favor de devaluaciones competitivas, ganar eficiencia en el sector privado con la competencia, y conseguir que el sector público gaste con disciplinada eficiencia y el sistema tributario gane en eficacia, simplificación y equidad.

Es esa suma de actitudes, conductas y decisiones políticas la que vigilan y muestran los *indicadores de divergencia* de una economía, en los que hay que expresar —más allá de la retórica— nuestro verdadero deseo de integración en Europa.

NOTA

(*) Enrique Fuentes Quintana (dir.), *La reforma fiscal y los problemas de la Hacienda Pública española* (Madrid, Ed. Civitas, 1990).

EL DEFICIT EXTERIOR ESPAÑOL: UN DESEQUILIBRIO AMENAZADOR

Jaime REQUEIJO GONZALEZ

1. INTRODUCCION

El cuadro núm. 1 muestra, en saldos, las rúbricas fundamentales de la Balanza de Pagos de España para el período 1985-1989. Un análisis somero de las mismas pondrá de relieve las dos características siguientes:

a) A partir del año 1987, la cuenta corriente viene arrojando un déficit que crece velozmente.

b) La cuenta de capital a largo plazo refleja, asimismo, excedentes considerables, y también crecientes.

Sobre el telón de fondo de esas cifras, el presente trabajo se propone cuatro objetivos: 1) revelar las causas y naturaleza del déficit corriente; 2) ponderar la estabilidad de las entradas de capital —en especial del capital a largo plazo— para calibrar, de esa forma, la cobertura del déficit corriente; 3) examinar las consecuencias que se derivan de la actual configuración de Balanza de Pagos, configuración emborronada, en estos momentos, por la crisis del Golfo; 4) analizar y valorar las medidas de ajuste necesarias.

2. CAUSAS Y NATURALEZA DEL DEFICIT CORRIENTE

Como también puede advertirse en el mismo cuadro núm. 1, la causa fundamental del desequilibrio corriente no es otra que el veloz incremento del déficit comercial. Es bien sabido que tal déficit es una constante de las cuentas exteriores españolas; lo que ya no resulta tan usual es un crecimiento como el experimentado en el período 1985-89: en términos corrientes, el desequilibrio comercial ha pasado del 2,7 por 100 del PIB en 1985 al 6,5 por 100 en 1989. Y, lo que parece más inquietante, en términos constantes el déficit pasa del 1,4 por 100

del PIB en 1985 al 11 por 100 en 1989. Sin duda, se trata del desequilibrio más agudo de los que hoy padece la economía española.

Son tres, a nuestro entender, las raíces del incremento del déficit comercial. La primera de ellas es la velocidad y forma de crecimiento de la economía española, muy especialmente en el trienio 1987-1989; durante esos años, y en términos medios y reales, la economía creció a un 5,2 por 100; fue, como puede advertirse en el gráfico número 1, el país de la OCDE que alcanzó las mayores tasas de crecimiento.

Pero no olvidemos, además, el tipo de crecimiento. La economía española ha crecido apoyándose en la demanda interna, como bien puede verse examinando, rápidamente, el cuadro núm. 2: a partir del año 1986 los tirones de la demanda interna —del consumo y la inversión— han sido muy fuertes en la economía española y, sobre todo, han doblado los ritmos medios de la Comunidad Económica Europea. Si, por lo general, un veloz crecimiento suele generar tensiones en el sector exterior, no hay duda alguna de que un crecimiento que se sustenta, fundamentalmente, en la expansión del consumo y la inversión internos debe producir un agravamiento de la brecha comercial: gran parte de la oferta nacional es consumida por la demanda interna, que además tiene que recurrir, de forma acentuada, a la oferta exterior.

La fortaleza de la moneda constituye la segunda raíz explicativa del desequilibrio comercial, en la medida en que ha servido para mermar la competitividad de los bienes y servicios producidos internamente. Merma de competitividad que puede fácilmente apreciarse a través de las variaciones del índice de tipo de cambio efectivo real, que mide, de un lado, la evolución del tipo de cambio efectivo, según el comercio con los diferentes países, y de otro, los diferenciales de inflación. De acuerdo con

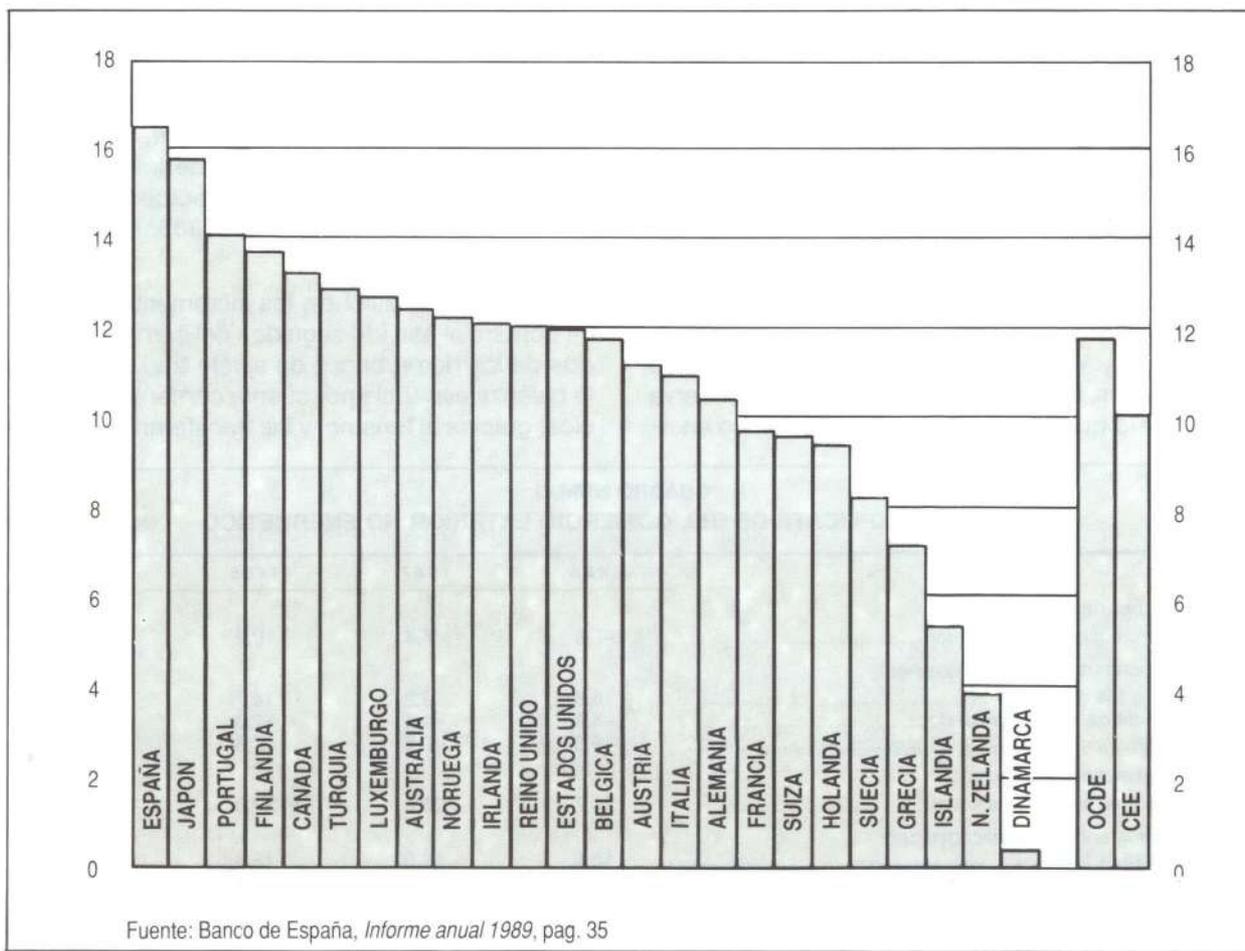
CUADRO NUM. 1
BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA 1985-1989 EN SALDOS
(En millones de pesetas)

	1985	1986	1987	1988	1989
Mercancías	-756.204	-902.856	-1.585.412	-2.080.502	-2.907.233
Servicios	991.981	1.296.462	1.253.758	1.140.460	1.066.065
(Turismo y viajes)	(1.204.712)	(1.461.529)	(1.578.469)	(1.658.020)	(1.559.518)
Transferencias	186.970	157.854	322.974	503.189	545.544
Balanza corriente	422.747	551.460	-8.680	-436.853	-1.295.624
Capital a largo	438.691	465.574	1.096.212	1.248.115	2.064.349
Balanza básica	-15.944	85.886	1.087.532	811.262	768.725
Capital a corto	10.644	81.103	405.033	100.141	-103.417
Movimientos monetarios netos	274.775	-174.260	-1.333.905	-640.105	-362.249
Errores y omisiones	-269.475	7.271	-158.660	-271.298	-303.059
<i>Pro memoria</i>					
PIB a p. m. (miles de millones de pesetas) .	27.889	31.948	35.715	39.914	44.872
Saldo corriente/PIB	1,5	1,7	0,0	-1,1	-2,9
Deuda exterior fin período (m. de dólares) .	28.165	24.063	30.116	32.748	34.764
Reservas ofic. fin período (m. de dólares) .	13.301	16.001	30.172	39.875	44.422

Fuente: Balanzas de Pagos 1986, 1987, 1988 y 1989, y Banco de España.

Gráfico 1

CRECIMIENTO ACUMULADO DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO. 1987 - 1989



los datos del Banco de España (1), el índice del período 1985-89 ha aumentado un 20 por 100 frente a los países desarrollados, medido por los precios al consumo, y un 15 por 100 frente a los países CEE; dicho de otra forma, y por el juego doble de la apreciación nominal de la peseta frente a otras monedas y la existencia de un diferencial positivo de inflación, la oferta española de bienes y servicios ha perdido, en ese período, un 20 por 100 de su competitividad frente a los países desarrollados y un 15 por 100 frente a los países CEE.

Finalmente, y como tercera raíz, hay que hacer referencia al proceso de integración en la CEE y a la desprotección que dicho proceso entraña. A las alturas de 1990 las cuotas —quizás el elemento protector exterior de mayor contundencia— han desaparecido totalmente, pero además los aranceles se han reducido un 65 por 100. Más aún, el acercamiento a la tarifa exterior común —la diferencia se ha acortado, asimismo, en un 65 por 100— y la sustitución del impuesto de compensación de gravámenes interiores por el IVA, en la fiscalidad en frontera, han significado, asimismo, eliminar buena parte de la protección tradicional del sector exterior español. Los mayores beneficiarios de esa liberalización externa son, por supuesto, nuestros socios de la CEE, como pone de relieve un dato muy significativo: en 1985 no existía déficit comercial con la CEE; en 1989, más de la tercera parte del déficit total corresponde al desequilibrio comercial con nuestros socios comunitarios.

He ahí las tres grandes causas del incremento veloz del déficit comercial, causas que no han tenido igual incidencia, como puede advertirse en el cuadro núm. 3, entresacado del trabajo de Ortega, Salaverría y Viñals (2). Si se toman en cuenta las tasas reales de crecimiento por año, se observa que, por lo que se refiere a la exportación no ener-

CUADRO NUM. 2
TASAS DE VARIACION REAL
DE LA DEMANDA INTERNA
(España y CEE)

	1985	1986	1987	1988	1989
España	2,9	6,1	8,5	7,7	7,6
CEE	2,3	3,8	4,0	4,6	3,7

Fuente: Banco de España, *Informe Anual 1989*, cuadros de las páginas 10 y 44.

gética —el comercio de productos energéticos responde a otros impulsos—, el crecimiento se ha debido a la expansión de los mercados exteriores, expansión frenada muy considerablemente por la pérdida de competitividad que deriva del efecto combinado del tipo de cambio y el diferencial de inflación. En lo que atañe a la importación no energética, cabe destacar que las considerables tasas de crecimiento anual se explican, fundamentalmente, por el crecimiento de la demanda interna —factor clave a partir de 1987—, pese a que la pérdida de competitividad ya mencionada y los demás factores, entre los que cuenta el desarme arancelario, supongan, asimismo, elementos de impulsión notables.

Por último, y para completar nuestro análisis del déficit comercial, conviene examinar la composición de la importación tal y como queda plasmada en el cuadro núm. 4, y comprobar que, de 1985 a 1989, los bienes de consumo y de inversión han aumentado muy fuertemente su porcentaje en dicha composición: suponen, en 1989, el doble de lo que suponían en 1985.

En muchas ocasiones, los incrementos del déficit comercial han ido seguidos del aumento de saldos de las dos rúbricas de ajuste tradicionales de la balanza española por cuenta corriente: los servicios, gracias al turismo, y las transferencias. Si vol-

CUADRO NUM. 3
FACTORES EXPLICATIVOS DEL COMERCIO EXTERIOR NO ENERGETICO

	1986	1987	1988	1989
Exportaciones no energéticas				
Tasa de crecimiento real anual	-7,8	7,4	10,2	7,2
Puntos porcentuales explicados por:				
— Mercados exteriores	6,9	9,2	14,7	11,2
— Pérdida de competitividad	-4,9	-1,6	-2,0	-1,5
— Otros	-9,8	-0,2	-2,5	-2,5
Importaciones no energéticas				
Tasa de crecimiento real anual	24,7	25,8	22,8	18,3
Puntos porcentuales explicados por:				
— Demanda final	10,6	16,0	15,0	13,4
— Pérdida de competitividad	5,8	2,9	2,4	1,4
— Otros	8,3	6,9	5,4	3,5

Fuente: «La Balanza de Pagos española en el entorno comunitario», Ortega y otros (BEBE, noviembre 1989).

vemos al cuadro núm. 1, advertiremos que, a partir de 1986, el saldo de servicios es decreciente, entre otras razones porque los ingresos netos de turismo y viajes permanecen estancados, iniciando el descenso a partir de 1989.

No es difícil desvelar el porqué de ese estancamiento: desde 1983, los precios de los servicios turísticos han crecido por encima del IPC, siendo el turismo un sector con elevada elasticidad - precio de la demanda; en consecuencia, la apreciación del tipo de cambio real de la peseta ha sido un factor depresor de primer orden. Si a ello unimos la saturación de determinadas zonas costeras, la deficiencia de los servicios prestados y la competencia de otros países europeos y africanos, aparecerá el cuadro desolador de la actual situación del sector, una situación que, de no corregirse, hará tambalear a plazo medio una actividad que supone casi el 4 por 100 del PIB, y que constituye un soporte básico de las cuentas exteriores españolas. Una situación que no puede ser compensada por el aumento de las transferencias —especialmente del saldo neto con la CEE—, porque no hay que esperar en esta rúbrica elevaciones continuas e importantes.

La evolución, tan negativa, del saldo de cuenta corriente debe llevarnos a unas consideraciones muy simples. La primera de ellas es que existe en nuestro país una desproporción creciente entre lo que producimos y lo que gastamos, puesto que ese saldo es idéntico a la diferencia renta-gasto de un país: cuando la renta es mayor que el gasto, el saldo es positivo; cuando es menor, el saldo es negativo y produce, necesariamente, un endeudamiento con el exterior. La segunda, que el crecimiento de la demanda interna es, como hemos visto, un factor de especial importancia en la generación del déficit corriente, por cuanto su desbordamiento produce un aumento fuerte y continuado del desequilibrio comercial. En tercer lugar, que la velocidad de crecimiento del déficit corriente resulta inquietante, y requiere un análisis más detallado que sopesa no sólo las posibilidades de financiación, sino también las consecuencias que se derivarán del mantenimiento del desequilibrio.

3. LA ESTABILIDAD DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL

El cuadro núm. 5 nos muestra el desglose de las rúbricas de capital. Por lo que al largo plazo se refiere, cabe advertir que, a partir de 1986, la inversión privada supera, con creces, a los flujos de crédito. Existen razones para ello, entre las que

CUADRO NUM. 4
COMPOSICION DE LA IMPORTACION
POR GRUPOS DE PRODUCTOS
(En porcentaje)

	1985	1989
Total	100,0	100,0
Energético	35,9	11,7
No energético	64,1	88,3
Bienes de consumo	9,3	20,6
Alimentos, bebidas, tabaco	3,3	5,9
Duraderos	3,6	9,5
Automóviles	1,3	5,1
No duraderos	2,4	5,2
Bienes de capital	11,4	20,7
Maquinaria	8,7	14,4
Material de transporte	0,8	3,9
Otros bienes de capital	1,8	2,4
Bienes intermedios	43,5	46,9
Agrarios	6,3	3,5
Industriales	37,1	43,4

Fuente: P. Montes: «El comercio exterior en el cuatrienio 1986-89», ICE, agosto-septiembre 1990.

podemos destacar las siguientes: en cuanto a la inversión directa y a la inversión en inmuebles, su rápido aumento tiene mucho que ver con el atractivo que presenta una economía en fase de veloz crecimiento, en la que se aprecian significativas ventajas de coste-rentabilidad y que, además, se ve obligada, por su integración en las Comunidades Europeas, a un proceso general de modernización; la altura de los tipos de interés y el buen pulso de las bolsas españolas han sido los estimulantes de la inversión en cartera, inversión que experimentó, en términos netos, una caída en 1988 —a consecuencia del desplome internacional de las bolsas de valores sucedido en el otoño de 1987—, pero que repuntó muy fuertemente al año siguiente; en todos los casos, la liberalización de inversiones, efectuada desde 1986, ha facilitado la entrada en nuestro país de capital extranjero, que además ha visto disminuir la incertidumbre derivada de la existencia de cambios fluctuantes al sumarse España, en junio de 1989, al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo.

En las presentes circunstancias, la frontera que separa los movimientos de capital a largo y a corto plazo es, sin duda, muy tenue (3), si bien seguimos empleando la clasificación tradicional. Adviértase, en el cuadro núm. 5, que los movimientos a corto plazo no parecen seguir una pauta clara, y que, en 1989, se ha producido una salida neta de fondos dentro de los movimientos del sector privado debido, de un lado, a la nueva forma de contabilizar los anticipos sobre futuras exportaciones y, de otro, a las mayores salidas de préstamos a corto plazo otorgadas por el sector (4). Obvio es señalar,

CUADRO NUM. 5
CUENTA DE CAPITAL 1985-1989 EN SALDOS
(En millones de pesetas)

	1985	1986	1987	1988	1989
Capital a largo plazo	-438.691	-465.574	1.096.212	1.248.115	2.064.349
Capital privado	-231.857	80.032	1.147.023	1.236.078	1.671.061
Inversiones	327.341	599.541	910.773	877.067	1.563.497
Directas	123.563	239.159	238.087	380.681	499.150
En cartera	39.270	170.673	442.027	202.715	738.976
En inmuebles	159.402	190.226	218.775	265.510	297.607
Otras	5.106	-517	11.884	28.161	27.764
Créditos	-559.198	-519.509	236.250	359.011	107.564
Capital público	-6.058	-296.263	26.223	-130.672	276.413
Capital bancario	-200.776	-249.343	-77.034	142.709	116.874
Capital a corto plazo	10.644	81.103	405.033	100.141	-103.417
Capital privado	39.209	42.999	153.284	7.235	-201.717
Capital público	-21.171	-24.018	55.446	80.979	22.965
Capital bancario	-7.394	62.122	196.303	11.927	75.335
Movimientos monetarios netos	274.775	-174.260	-1.333.905	-640.105	-362.249
Errores y omisiones	-269.475	7.271	-158.660	-271.298	-303.059

Fuente: Balanzas de Pagos 1986, 1987, 1988 y 1989

sin embargo, que, por lo general, el saldo de capital a corto plazo es positivo, debido a la altura de los tipos de interés españoles —con curva invertida de rendimientos: los tipos a corto son más elevados que los tipos a largo—, lo que, de un lado, complica la instrumentación de la política monetaria y, de otro, refuerza la presión al alza sobre la peseta, con las consecuencias negativas que ello entraña para la exportación de bienes y servicios.

Aun con las cautelas debidas —los movimientos de capital son más sensibles a las variaciones de expectativas que las transacciones por cuenta corriente—, hay que suponer que la financiación del déficit corriente no es, a corto plazo, dudosa, puesto que la cuenta de capital registra importantes entradas de carácter autónomo; lo cual significa, en principio, que las cuentas exteriores de nuestra economía están apoyadas por flujos de capital suficientemente estables y que, por tanto, aún hay tiempo para adoptar las medidas necesarias que permitan corregir la situación. Una situación cuyas singularidades merecen un breve comentario.

4. ¿ES POSIBLE MANTENER LA ACTUAL CONFIGURACION DE BALANZA DE PAGOS?

Pese a haber hecho ya referencia a este tema en varias ocasiones, conviene repetir que el desequilibrio corriente aumenta sin cesar el endeudamiento exterior, que ha pasado, en cifras aproximadas, de 24.000 millones de dólares (diciembre de 1986) a 44.000 millones dólares (octubre de 1990) (5). No se trata, por el momento, de un volumen de deuda inquietante para una economía

como la española, y así se deduce del examen de los indicadores de solvencia y liquidez comúnmente utilizados; pero, de mantenerse la tendencia, el volumen de la deuda podría doblarse a plazo medio y debilitar enormemente la capacidad de crecimiento de la economía española.

Téngase en cuenta que: a) una deuda elevada acrecienta el déficit corriente, puesto que los intereses de la misma se computan en la balanza de servicios; b) a partir de un volumen alto de deuda viva, es más costosa la financiación adicional por la prima de riesgo que los prestamistas añaden a los intereses habituales; c) llegado el momento, las dudas sobre la capacidad de pago exterior del país pueden contraer sustancialmente las posibilidades de financiación; d) los problemas que puede acarrear una pesada deuda exterior recortan las expectativas de los inversores extranjeros y, consiguientemente, reducen las entradas de capital de carácter autónomo. En general, mantener durante mucho tiempo un fuerte desequilibrio corriente significa estar expuestos a soportar presiones especulativas contra la moneda y tensiones diversas del lado del sector exterior.

A finales de 1992, la economía española habrá finalizado el período transitorio que la separa de la integración plena en las Comunidades Europeas y tendrá que hacer frente, sin ningún tipo de defensas exteriores, a la competencia comunitaria, competencia que se habrá afilado por la entrada en funcionamiento del mercado único. No hacen falta grandes dotes de previsión para comprender que la corrección del desequilibrio externo, para situarlo por lo menos en límites mucho más tolerables, debe efectuarse antes de esa plena integración, ya que de lo contrario habríamos llegado al momento

más delicado del proceso integrador con una economía debilitada y, por tanto, con escasa capacidad de reacción.

Pero aún hay más. La actual configuración de la Balanza de Pagos produce, al mismo tiempo, una contradicción y un espejismo. La contradicción consiste en que la fuerte entrada de capitales, atraídos por el dinamismo de la economía española, la altura de los tipos de interés reales y la malla de seguridad que ofrece el Sistema Monetario Europeo, presiona al alza el tipo de cambio real y, al erosionar la competitividad de la oferta exportable, dilata el desequilibrio corriente.

El espejismo radica en pensar que esa situación puede mantenerse durante mucho tiempo. A menos que la competitividad mejore, por reducción de costes y precios internos, la atracción ejercida por la economía española terminará por quebrarse, al debilitarse la confianza del inversor extranjero en sus posibilidades de expansión y en el valor futuro de su moneda. Y ni siquiera la pertenencia al Sistema Monetario Europeo será razón suficiente para evitar la retracción de los flujos de capital y la consiguiente estabilización dura de la economía.

La sombra de una deuda excesiva, la necesidad de integrarse definitivamente en la CEE sin debilidades extremas y el carácter transitorio de la situación presente requiere, por tanto, de un ajuste exterior cuyas características vamos a esbozar a continuación.

5. LAS MEDIDAS DE AJUSTE

Ajustar la Balanza de Pagos significa, pura y simplemente, adoptar las medidas encaminadas a corregir el desequilibrio de alguno de sus saldos fundamentales; lo que, en este caso, supone actuar ante todo sobre la balanza comercial, porque es ahí donde se encuentra el gran desequilibrio que genera el déficit corriente.

Queda descartada cualquier medida que suponga dificultar la importación, sea cual sea el procedimiento seguido, porque nuestra pertenencia a las Comunidades Europeas lo impide: no es posible reinstaurar cuotas ni elevar aranceles ni parapetarse tras cualquier forma de protección administrativa, porque lo que hemos pactado con nuestros socios comunitarios es, precisamente, todo lo contrario. Y, por ende, ni siquiera podemos trabar la importación procedente de terceros países, dado que hemos de atenernos a las líneas generales de la política comercial comunitaria, que, en el sector industrial, es liberal.

Ni tampoco es pensable lograr, a corto plazo, un impulso fuerte de la exportación que cierre, parcialmente, la brecha hoy existente: no es posible dilatar, de manera súbita, la oferta exportable, especialmente cuando la demanda interna pulsa fuertemente, amén de que la mayor presencia en los mercados exteriores no es sólo cuestión de producción, precio y calidad, sino también de la extensión de las redes comerciales y de los servicios anejos a las mismas.

El ajuste del sector exterior y, en este caso, del saldo de mercancías requiere, inevitablemente, actuar sobre la absorción de la economía, es decir, sobre su demanda interna. En la medida en que los crecimientos de esa demanda se atemperen, su presión sobre la balanza comercial disminuirá, puesto que el menor gasto reducirá la importación y liberará la producción interior, que, por fuerza, buscará su salida a otros mercados. La clave, a corto plazo, del ajuste radica en la contención de la demanda interna —lo cual no significa que, a medio y largo plazo, sea ésta la única palanca de ajuste— y, paralelamente, en la lucha decidida contra la inflación. Un objetivo complementario porque el aumento de precios, a ritmo mayor que el de nuestros principales competidores, erosiona, de manera continua, la competitividad y reduce la eficacia de cualquier medida de ajuste.

Hasta el momento, la búsqueda de un menor gasto agregado, y de menores ritmos de inflación, se está llevando a cabo, como suele suceder, a través de medidas de política monetaria: el crecimiento controlado de los agregados monetarios, la acción sobre los tipos de interés y, desde mediados de 1989 a finales de 1990, la imposición de topes al crédito concedido por las instituciones financieras al sector de familias y empresas. Esta última pretendía no sólo ayudar a controlar, de manera más directa, la liquidez del sistema, sino también evitar que el aumento de los tipos de interés presionase aún más al alza el tipo de cambio de la peseta e hiciese difícil mantener la moneda española dentro de las bandas del Sistema Monetario Europeo.

No ocurre lo mismo con las demás medidas que deben acompañar a la política monetaria si se quiere tener éxito en la lucha contra la inflación y el desequilibrio exterior. Nos referimos, claro está, a la política fiscal y a la de rentas.

Para moderar los crecimientos del gasto agregado no es posible apretar, por una parte, el corsé monetario y, por la otra, permitir que el gasto público siga creciendo. Lo único que se conseguirá de esa forma es presionar excesivamente sobre los

tipos de interés y la estructura general de costes, sin que los objetivos propuestos se alcancen. Y eso es, en suma, lo que ha venido sucediendo en la economía española, en donde puede observarse, en el período analizado, la coexistencia de una política monetaria restrictiva y una política fiscal expansiva: por referirnos a los últimos años, baste recordar que el gasto público ha pasado de representar el 40,9 por 100 del PIB en 1987 al 42,4 por 100 en 1989 (6). A menos que se consiga moderar ese gasto y hacerlo crecer a ritmo menor que el del producto total, la economía española seguirá prisionera de dos fuerzas que tiran de ella en direcciones opuestas y que complican extraordinariamente su funcionamiento.

Otro tanto sucede con los costes y, en especial, con su componente más importante: los costes salariales. En los últimos años, esos costes han experimentado alzas sustanciales, sin que se adviertan, por ninguna vía, signos de moderación. En 1989, el coste salarial unitario creció un 5 por 100, 0,9 puntos más que en 1988 y, al igual que ha sucedido en años anteriores, su ritmo de crecimiento ha triplicado, con creces, el registrado en los países centrales de la CEE (7).

Nuestro ingreso en la CEE y la pertenencia al Sistema Monetario Europeo, y a su mecanismo de cambios, requiere, como condición fundamental del éxito, la convergencia de las políticas macroeconómicas, puesto que se trata de competir en pie de igualdad con países de nivel muy superior al nuestro y con parrilla de tipos de cambio cuasi-fijos. Es preciso, por tanto, lograr que el gasto público y los costes salariales sigan, también, el ritmo descendente que se advierte en los principales países comunitarios, ya que de lo contrario no será posible ni moderar el ritmo de inflación ni conseguir un mejor equilibrio del sector exterior; antes bien, el agrandamiento de los desequilibrios complicará el crecimiento de la economía española y obligará, a plazo medio, a adoptar medidas profundas y dolorosas de estabilización.

No hay que olvidar, sin embargo, que el desequilibrio exterior no puede corregirse sólo con la contención de la demanda agregada. Hay otras políticas, de acción menos inmediata pero de especial importancia en el caso español: se trata de la energética y la tributaria.

Sea cual sea el resultado de la actual crisis del Golfo, el sector energético español sigue mostrando una excesiva dependencia del petróleo, y han sido escasos los logros obtenidos en el terreno del ahorro energético. La producción de energía

necesita descansar sobre una base más diversificada, aunque ello signifique intensificar el contenido nuclear del balance energético, si no se quiere seguir siendo especialmente vulnerables a los choques petrolíferos; y deben aumentar, por múltiples vías, los esfuerzos de ahorro para lograr reducir la alta elasticidad-renta de la demanda de energía (8).

Como ponen de manifiesto numerosos informes, el ahorro de las economías domésticas, en proporción a su renta disponible, se encuentra por debajo de las tasas prevalecientes en la mayor parte de los grandes países industriales y, además, ha pasado del 11,3 por 100 en 1985 al 8,6 por 100 en 1989 (9). Sin pasar por alto otras causas, como es el mayor consumo derivado del efecto riqueza del período expansivo, la contracción de la tasa de ahorro familiar tiene relación directa con la estructura fiscal existente, que, además de reducir la renta disponible vía una carga tributaria creciente, ofrece escasísimos incentivos para la adquisición de activos financieros. Si recordamos que el saldo de cuenta corriente es igual a la diferencia entre ahorro e inversión globales, será fácil comprender que estimular el ahorro de las familias, sin disminuir el del sector público, es también un instrumento importante de mejora, a plazo medio, de las cuentas exteriores.

En suma, la actual situación del sector exterior español puede quedar resumida en tres proposiciones simples. *Primera*: que el desequilibrio corriente, que en 1990 rondará probablemente el 3,5 por 100 del Producto Interior Bruto, necesita de medidas correctoras a corto y medio plazo. *Segunda*: que el ajuste es, ante todo, un problema de demanda interna que requiere de los tres grandes brazos de la política macroeconómica. *Tercera*: que el ajuste no termina con la política macroeconómica, y debe proseguir en otros frentes si se quiere reconducir la economía española hacia sendas de crecimiento más sólidas y duraderas.

NOTAS

(1) BANCO DE ESPAÑA, *Cuentas financieras de la economía española (1980-1989)*, junio 1990, cuadro I.15.1.

(2) ELOÍSA ORTEGA, JULIA SALAVERRÍA y JOSÉ VIÑALS, «La Balanza de Pagos española en el entorno comunitario», en *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre 1989.

(3) Sobre este punto, véase LUIS MARTÍ, «Balanza de Pagos 1989», en *Información Comercial Española*, agosto-septiembre 1990.

(4) Para mayores detalles, consúltese *Balanza de Pagos de España 1989*, Ministerio de Economía y Hacienda, junio 1990.

(5) Los datos exactos pueden consultarse en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, diciembre 1990.

(6) «Instantánea económica», en *Cuadernos de Información Económica*, núm. 43, FIES, octubre 1990.

(7) «¿Hacia un cambio de política económica?», en *Cuadernos de Información Económica*, núm. 43, FIES, octubre 1990. Son países centrales: Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia y Holanda.

(8) Véase, sobre este punto, el trabajo de JUAN IRANZO y JOSÉ LUIS RAYMOND, «Impacto de la crisis del Golfo sobre la economía española», en *Cuadernos de Información Económica*, núm. 42, FIES, septiembre 1990.

(9) Los datos proceden del ya mencionado trabajo «¿Hacia un cambio de política económica?», cuadro núm. 1. Véanse, también, las páginas 65-90 del último informe de la OCDE sobre España (*OECD Economic Surveys, Spain, 1990-91*).

¿CUAL ES NUESTRO PROBLEMA ENERGETICO?

Oscar FANJUL (*)

1. INTRODUCCION

Hemos vivido unos años con precios del petróleo moderados y a la baja en términos reales, lo que explica en buena medida el auge económico de las economías occidentales durante gran parte de la última década. Como consecuencia de ello, se produjo una clara disminución del interés por los problemas energéticos que se habían desarrollado después de las crisis de los años setenta. En esa década, el problema que preocupaba era el de la escasez de energía. Pocos años después hemos comenzado a preocuparnos por otros problemas, como el efecto invernadero, que no son más que manifestaciones del fenómeno contrario: un exceso de disponibilidad y uso de energía en nuestras economías.

En la historia reciente tenemos sobrados ejemplos de nuestra capacidad para equivocarnos al predecir el medio y largo plazo a partir del último acontecimiento. A pesar de ello, el conflicto con Irak ha servido para que muchos hayan replanteado la naturaleza de nuestros problemas energéticos y las políticas con las que debemos afrontarlos. Así, para algunos son insuficientes los esfuerzos de racionalización energética desarrollados en los últimos lustros, y para otros las circunstancias han cambiado drásticamente. Por una o ambas razones se demanda con urgencia un nuevo plan energético, que se considera imprescindible para introducir cambios sustanciales en la política energética.

Los artículos y declaraciones en esta línea carecen habitualmente de soporte empírico. A veces resulta difícil distinguir en ellos lo que es «pensamiento mágico», lo que es petición interesada y legítima de empresas y sectores, lo que es mera contienda política o, en fin, lo que pretende ser una piel de plátano para el que tiene que responder

o tomar decisiones. La línea argumental común y repetitiva de estas peticiones de replanteamiento de la política energética es básicamente la siguiente: nuestra dependencia energética, particularmente respecto al petróleo, es alta y no ha disminuido. Por ello, hay que gasificar más rápidamente el país y, sobre todo, es necesario incrementar el peso de la energía nuclear. Para algunos es necesario no sólo finalizar Valdecaballeros 1 y 2, sino construir hasta dos nuevos grupos nucleares. Para otros, España es capaz de producir energía nuclear a un coste inferior al de la francesa. Poco más se suele decir. ¿Qué hay de verdad en esos diagnósticos de los problemas energéticos? ¿Vale la pena seguir esas recomendaciones?

Creo que es interesante discutir los problemas planteados a la luz de la evidencia empírica disponible, con objeto de saber si los supuestos y diagnósticos que suelen hacerse sobre nuestra situación energética son correctos o equivocados. Pero, en primer lugar, debemos plantearnos cuál o cuáles son nuestros problemas energéticos relevantes.

2. ¿CUAL ES EL PROBLEMA RELEVANTE?

Para muchos, particularmente desde el comienzo de la última crisis, tenemos un problema energético porque los niveles de intensidad energética de nuestra economía, medida por el consumo de energía por unidad de PIB, y de dependencia externa, medida por la proporción de energía que importamos, son excesivamente altos y no mejoran. Se suelen comparar nuestra intensidad y dependencia con otros países, particularmente los de la CEE. Se dice que en ellos estos parámetros son menores y que, por tanto, la situación española es mala y necesitamos un nuevo Plan Energético Nacional que establezca medidas correctoras.

En mi opinión, el problema energético no es éste. Nuestro problema es, por el contrario, disponer de energía en condiciones de coste, calidad y seguridad de suministro iguales o mejores que las de nuestros competidores, incluyendo entre éstos, por supuesto, a los países comunitarios. Hay países, como Austria, Suecia, Noruega o Estados Unidos, que tienen una intensidad energética claramente superior a la nuestra. Hay países comunitarios, como Bélgica o Italia, cuya dependencia exterior es mayor que la nuestra.

Lo importante no es consumir más o menos energía. Lo importante es producirla y adquirirla en condiciones mejores y añadirle más valor que nuestros competidores. Para poder competir internacionalmente nuestro objetivo debe ser saber comprar y producir energía como los más eficientes. Cumplida esta condición, consumir menos energía es mucho más sencillo; se consigue fundamentalmente elevando sus precios mediante mayores impuestos. Algo, pero poco, se puede conseguir con otros instrumentos.

Por ello, la pregunta fundamental es: ¿somos eficientes en la producción de electricidad, en la compra y distribución de gas, en la producción de productos petrolíferos, en la extracción de carbón?

Los precios de los combustibles y carburantes de origen petrolífero tienen en España un tope máximo (ver cuadro núm. 1) determinado por los precios medios de los seis países europeos más eficientes. (Los datos se refieren, al igual que en el resto del artículo, y como es habitual, a la España peninsular y a Baleares, excluyendo el caso especial de las islas Canarias.) Los precios de los gases licuados (butano y propano) sólo son inferiores a los españoles en un país de la CEE, Grecia. En el caso del gas, los precios están ligados a los de los productos petrolíferos con los que compite y, en consecuencia, también son equivalentes a los eu-

ropeos. Por ello, nuestra industria, y en general los consumidores españoles, tienen garantizado que el coste de este tipo de energía, los hidrocarburos, los coloca en una situación de clara ventaja competitiva.

3. ¿CONSUMIMOS MUCHA ENERGÍA?

¿Es alta nuestra dependencia energética? ¿La hemos reducido adecuadamente? La única manera de poder contestar a estas preguntas es comparándonos con otros países competidores. Por razones de representatividad y sencillez, hagámoslo con los de la CEE y de la OCDE. Es conocida la dificultad que plantean las comparaciones internacionales, sobre todo si son intertemporales. Por esta razón, y para evitar discusiones metodológicas, lo más útil es preguntarnos cuál es comparativamente nuestra situación actual. Del análisis de los datos se deduce lo siguiente:

a) Nuestros consumos de energía y de petróleo *per capita* son, tal como muestran los gráficos 1 y 2, bajos en comparación con los restantes países de la CEE y la OCDE. Una razón es la menor temperatura, pero la causa básica es nuestro menor nivel de renta y en general de desarrollo, lo que no constituye ninguna novedad.

b) Nuestra intensidad energética, medida en términos de energía primaria por unidad de PIB, es en 1989 menor que las medias de la CEE y de la OCDE. Tal como se aprecia en el cuadro número 2, sólo cuatro países de los 12 de la CEE y siete de los 24 de la OCDE, tienen menor intensidad energética que España. Esta intensidad era mayor que la media de la CEE en 1980, y ocupábamos entonces los puestos quinto de la CEE y séptimo de la OCDE.

Además, hay que tener en cuenta que el consumo de energía por unidad de PIB depende del gra-

CUADRO NUM. 1
PRECIOS DE PRODUCTOS PETROLIFEROS EN ESPAÑA Y EN LOS DEMAS PAISES DE LA CEE
(Año 1990. Valores medios anuales)

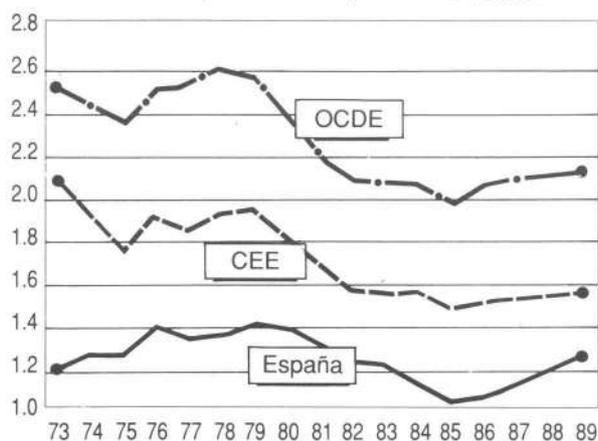
Media CE-6	Gasolina super (Pesetas/litro)	Gasolina normal (Pesetas/litro)	Gasóleo auto (Pesetas/litro)	Gasóleo doméstico (Pesetas/litro)	Fuelóleo pesado (Pesetas/kilo)	GLP envasado (Pesetas/kilo)	GLP a granel (Pesetas/kilo)
1. Después de impuestos:							
Media CEE (sin España)	96,4	92,1	68,9	40,8	17,7	129,5	71,9
España	83,0	78,5	62,5	38,9	16,6	58,3	53,9
2. Antes de impuestos:							
Media CEE (sin España)	30,7	30,8	28,2	24,6	13,2	115,6	63,1
España	30,7	27,2	28,9	24,7	13,3	51,0	47,1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión de Comunidades Europeas y R. Butano.

Gráfico 1

CONSUMO PER-CAPITA DE PETROLEO

Toneladas equivalentes de petróleo/habitante

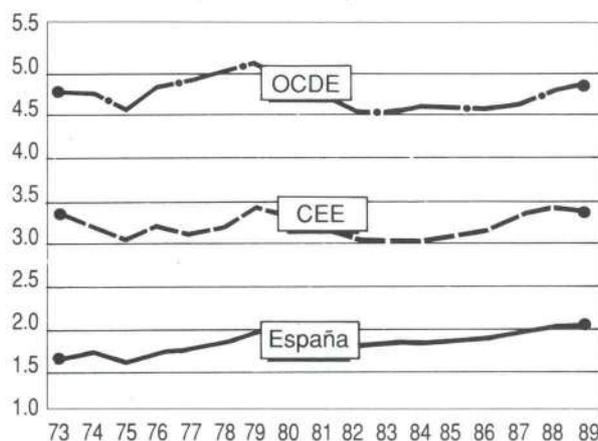


Fuente: A. Internacional de la Energía, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y Energía

Gráfico 2

CONSUMO PER-CAPITA DE ENERGIA PRIMARIA

Toneladas equivalentes de petróleo/habitante



Fuente: A. Internacional de la Energía, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y Energía

do y estructura de desarrollo de una economía. Así, nuestro nivel de desarrollo se corresponde con un mayor peso relativo de la agricultura y de determinadas industrias que consumen más energía que sectores de mayor peso en economías más avanzadas. Un ejemplo: una economía como la española, en la que la industria del cemento tiene mucho peso, consumirá lógicamente más energía por unidad de PIB que otra en la que el sector electrónico o el de seguros tenga más importancia relativa. Por todo ello, no tiene mucho sentido la simple comparación que suele hacerse entre los *ratios* de España y los de otros países a la hora de juzgar nuestra situación y nuestra política energé-

CUADRO NUM. 2

INTENSIDAD ENERGETICA POR UNIDAD DE PIB EN EL AÑO 1989

(Toneladas equivalentes de petróleo por millones de ecus)

Media CEE	253,0	12. Suecia	317,3
Media OCDE	308,1	13. Holanda	323,8
1. Japón	160,2	14. Noruega	324,8
2. Suiza	162,7	15. Irlanda	340,2
3. Italia	195,3	16. Australia	348,1
4. Dinamarca	199,6	17. Islandia	357,7
5. Francia	246,1	18. Portugal	410,2
6. Austria	247,2	19. Estados Unidos	418,5
7. Alemania	247,7	20. Nueva Zelanda..	424,7
8. España	250,6	21. Grecia	441,1
9. Reino Unido	278,1	22. Canadá	495,9
10. Finlandia	279,9	23. Luxemburgo ...	583,3
11. Bélgica	316,8	24. Turquía	706,0

Fuentes: Agencia Internacional de la Energía. Ministerio de Industria y Energía. Banco de España. Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

tica. A pesar de ello, si nos preocupa nuestro índice de intensidad energética, en la CEE éste sólo es menor en la antigua RFA, Dinamarca, Francia e Italia.

Otro indicador al que se da gran importancia es el de la proporción de la energía consumida que importamos. Se suele señalar que España produce un porcentaje muy reducido de sus necesidades energéticas (ver cuadro núm. 3), y que esto es algo malo que debe ser corregido. Tampoco creo que esta línea argumental sea correcta por varias razones.

En primer lugar, es verdad que España no es un país europeo bien dotado en recursos energéticos, especialmente en hidrocarburos. El tipo de naturaleza sedimentaria de nuestro país no nos ha dotado de petróleo como a Noruega o Inglaterra, ni de gas natural como a Holanda, Francia o Italia. Para reducir nuestra dependencia podemos producir más energía primaria o importar menos. España ha realizado ya un gran esfuerzo exploratorio, y lo primero es difícil de conseguir por restricciones puramente naturales. Lo segundo debe ser una consecuencia del libre funcionamiento de los mercados. Como con tantas otras consecuencias de la división internacional del trabajo, eso significa que debemos importar en la medida en que sepamos pagar lo que compramos y sepamos añadirle valor en forma rentable. Significa también que los agentes consumidores deben pagar el coste total de esa energía, cuyo uso no debemos subsidiar.

En segundo lugar, es verdad que España depende energéticamente del exterior más que países como Francia o Inglaterra, pero también menos que países avanzados como Japón, Bélgica o Italia.

En tercer lugar, y tal como muestra el cuadro

CUADRO NUM. 3
PARTICIPACION DE LA PRODUCCION NACIONAL EN EL CONSUMO TOTAL DE ENERGIA
(Porcentaje)

	1980	1989		1980	1989
Media CEE	48,3	52,1	12. Suiza	44,7	48,0
Media OCDE	65,5	73,3	13. Dinamarca	2,9	47,8
1. Noruega	251,9	417,5	14. Austria	42,5	45,0
2. Australia	121,7	159,2	15. Francia	26,4	44,0
3. Canadá	106,2	121,4	16. Finlandia	30,7	42,5
4. Reino Unido	101,1	98,2	17. Grecia	22,7	39,4
5. Nueva Zelanda	66,4	88,2	18. España	26,6	36,0
6. Holanda	11,6	87,6	19. Irlanda	24,2	33,5
7. Estados Unidos	81,6	82,0	20. Bélgica	15,4	24,3
8. Suecia	48,3	64,9	21. Italia	17,6	18,4
9. Islandia	52,6	61,9	22. Japón	14,8	17,8
10. Turquía	57,9	53,9	23. Portugal	23,0	13,5
11. Alemania	45,5	48,1	24. Luxemburgo	2,2	6,8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Agencia Internacional de la Energía.

número 3, España ha reducido su dependencia exterior durante los últimos diez años más que la media de la CEE y la OCDE, y en este esfuerzo sólo ha sido superada por cinco de los veintitrés países de esta última organización. Esa fuerte reducción se ha conseguido por el importante desarrollo nuclear español en este período. Por el contrario, un país sin desarrollo nuclear como Italia ha mantenido casi estable su dependencia.

Se trata, pues, de estrategias alternativas entre las que hay que escoger teniendo en cuenta el riesgo que se esté dispuesto a asumir sobre la evolución de los costes relativos de la energía y del capital, factor éste cuyo uso muy intensivo ha sido necesario para reducir la dependencia exterior. La pregunta relevante aquí es: ¿ha sido más adecuada la estrategia española de ahorro de petróleo o la italiana de ahorro de capital?

4. ¿HEMOS REDUCIDO SUFICIENTEMENTE NUESTRA DEPENDENCIA RESPECTO DEL PETROLEO?

Como puede apreciarse en el gráfico 3, nuestra dependencia respecto del petróleo creció entre las dos crisis energéticas de los años setenta, fundamentalmente por el retraso con que, por razones bien conocidas, se reaccionó ante la primera crisis energética. Sin embargo, tal como muestra el anterior gráfico y el cuadro núm. 4, España ha llevado a cabo desde la crisis de 1979-1980 un apreciable proceso de reducción de la dependencia respecto del petróleo (comparable o) más intenso que el de los demás países comunitarios.

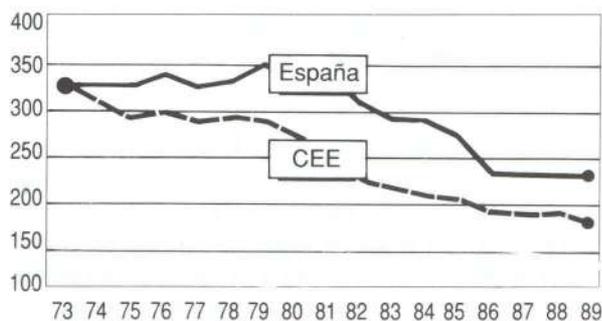
En el cuadro núm. 4 podemos apreciar el importante esfuerzo realizado por el sector industrial, que ha reducido el consumo de petróleo en un 58 por 100 en el período 1979-1989, a pesar del alto crecimiento del sector (25 por 100). Finalmente, el consumo familiar de energía ha caído menos de un 1 por 100 mientras que el consumo familiar total ha crecido en un 25 por 100 en el mismo período.

Sólo en el sector transporte, y esto ni es una sorpresa ni es ilógico en nuestro estado de desarrollo, se ha producido un crecimiento apreciable en el consumo de productos petrolíferos. Son sobradamente conocidas las estadísticas sobre el fortísimo crecimiento de nuestro parque de vehículos y los problemas de congestión de tráfico (algo que también consume energía). Es también conocido que nuestra geografía es más accidentada que la europea —no disfrutamos, por ejemplo, del barato sistema de transporte fluvial que tiene Centroeuropa— y los aumentos del PIB exigen en general un mayor consumo de energía por transporte.

Como se aprecia en el mismo cuadro, si deducimos el transporte, el consumo de petróleo por par-

Gráfico 3

INDICES DE INTENSIDAD DEL CONSUMO DE PETROLEO
Toneladas equivalentes de petróleo por millones de ecus de PIB de 1980



Fuente: A. Internacional de la Energía, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y Energía

CUADRO NUM. 4
CONSUMO DE PRODUCTOS PETROLIFEROS EN PENINSULA Y BALEARES
(Miles de toneladas equivalentes en petróleo)

Años	Transporte	Industria	Electricidad	Doméstico	Total	Total sin transporte	No energéticos (*)
1979	13.185	11.785	5.444	5.129	35.543	22.358	4.840
1980	12.921	10.889	8.075	4.891	36.776	23.854	4.370
1981	12.531	9.337	7.622	4.733	34.222	21.692	3.974
1982	12.341	6.869	6.031	4.369	29.610	17.269	4.259
1983	12.352	6.408	4.868	4.451	28.080	15.728	4.378
1984	12.620	6.023	2.012	4.604	25.259	12.639	4.614
1985	12.874	5.369	1.051	4.687	23.981	11.107	4.628
1986	14.068	4.679	598	4.788	24.133	10.064	5.008
1987	14.707	4.796	549	5.049	25.101	10.394	5.615
1988	15.711	5.110	605	5.380	26.806	11.095	5.810
1989	17.647	4.921	1.020	5.388	28.976	11.329	6.095
1990 (**)	18.426	4.260	810	5.702	29.198	10.771	6.500
Tasa media de variación (%)	3,09	-8,84	-15,90	0,97	-1,77	-6,42	2,72

(*) Lubricantes naftas petroquímicas, asfaltos y otros.

(**) Valores provisionales.

Fuente: Ministerio de Industria y Energía. Red Eléctrica y elaboración propia.

te de los sectores considerados se ha reducido en el período considerado a menos de la mitad, lo que constituye sin duda un resultado notable.

El ahorro y sustitución del petróleo en la generación eléctrica ha sido también importantísimo y merece un apartado especial.

5. ¿QUE HA PASADO EN EL SECTOR ELECTRICO?

Aún en el año 1980, el sector eléctrico era un gran consumidor de petróleo en la economía española y uno de los que proporcionalmente más dependía de esta energía primaria de todos los países de la CEE. Desde ese momento, y hasta 1990, la situación ha cambiado profundamente y, por ello, resulta difícil comprender algunas afirmaciones que aún se siguen haciendo, como si nada hubiera sucedido. Entre los aspectos más destacados de este cambio creo que deben señalarse los siguientes:

1. Tal como puede apreciarse en el cuadro número 4, España ha pasado de utilizar en 1980 más de ocho millones de toneladas de fuel en la generación eléctrica a emplear la décima parte de esta cifra en 1990. Esta reducción es la más importante de todos los países de la OCDE, tanto en términos absolutos como relativos. El pequeño volumen que hoy aún se emplea de fuel-oil lo es sólo por razones de apoyo, y no es conveniente reducirlo, pues es necesario para operaciones de arranque y para regular el uso de calderas térmicas a carbón cuando operan a bajo ritmo.

Este ahorro de fuel-oil en la generación eléctrica

no se ha conseguido sin costes. Existe hoy una capacidad infrautilizada de centrales térmicas a fuel de más de 7.000 megavatios, equivalente al actual parque nuclear, incluyendo Vandellós 1. Por ello, y al estar asociada a un coste de capital nulo, el petróleo es en la actualidad la fuente de producción de energía eléctrica más económica. A su vez, para deshacerse del fuel-oil excedente el sector de refino de petróleo ha tenido que realizar unas inversiones de muchas decenas de miles de millones de pesetas. Las empresas de refino han sabido hacer frente con éxito a esta necesaria adaptación. En los próximos años deberán continuar realizando inversiones cuantiosas para aligerar el barril y adaptarse a las nuevas especificaciones de los productos y, en general, a las nuevas medidas de protección ambiental.

2. Por las razones expuestas en el punto anterior, es obvio que un mayor peso de la energía nuclear no puede ya reducir nuestra dependencia del petróleo. Si hipotéticamente hoy dispusiéramos de mayor capacidad nuclear, ésta sólo podría sustituir el uso de carbón, nacional e importado. A largo plazo, la energía nuclear compite con todas las demás fuentes: gas, carbón, petróleo, importaciones...

3. El proceso de sustitución de petróleo ha ido asociado a un importante proceso de desarrollo nuclear. Como se aprecia en el cuadro núm. 5, España ocupa el tercer lugar de la CEE en cuanto a participación de la energía nuclear en la generación eléctrica. Este esfuerzo realizado y este nivel de participación no se corresponden con la imagen que a veces se quiere transmitir de un país, unas empresas y unas autoridades energéticas que, por

CUADRO NUM. 5
PARTICIPACION DE LAS DIFERENTES FUENTES ENERGETICAS
EN LA GENERACION ELECTRICA DE LA CEE
(Año 1988, porcentaje sobre total)

<i>Paises</i>	<i>Carbón</i>	<i>Petróleo</i>	<i>Gas</i>	<i>Nuclear</i>	<i>E. Hidro</i>	<i>Otras</i>	<i>Total</i>
Alemania	51,14	2,58	6,80	33,65	4,80	1,03	100
Bélgica	24,81	2,63	3,90	65,96	1,79	0,91	100
Dinamarca	93,30	4,55	0,94	0,00	0,13	1,08	100
España (*)	40,49	6,10	0,80	38,29	13,30	1,02	100
Francia	7,31	1,50	0,56	70,30	20,10	0,23	100
Grecia	73,03	18,91	0,28	0,00	7,78	0,00	100
Holanda	35,71	5,45	52,33	5,28	0,00	1,23	100
Irlanda	40,00	7,33	26,67	0,00	9,11	16,89	100
Italia	16,70	44,12	15,93	0,00	22,91	0,34	100
Luxemburgo	28,85	4,28	1,43	0,00	61,98	3,46	100
Portugal	26,82	15,57	0,00	0,00	54,71	2,90	100
Reino Unido	67,05	9,48	0,62	20,59	2,26	0,00	100
CEE	37,29	9,41	6,44	34,05	12,15	0,66	100

(*) Año 1989.

Fuente: Ministerio de Industria y Energía. Agencia Internacional de la Energía y elaboración propia.

restricciones políticas, no son capaces de introducir suficiente energía nuclear.

4. Como hemos visto, no existe «problema petrolífero» en la generación eléctrica. Si lo que preocupa es el exceso de consumo eléctrico, una medida fundamental sería reducir los consumos subsidiados a través de tarifas especiales. Las reducidas tarifas eléctricas de ciertas empresas y sectores explican que nuestro país tenga empresas y sectores superintensivos en energía. No se me oculta que tomar estas medidas puede exigir un serio esfuerzo y un plazo de tiempo. Pero lo que no se puede es pedir simultáneamente que reduzcamos nuestra dependencia energética y que subsidiemos el consumo de energía.

5. La discusión de los problemas del sector eléctrico merece un artículo especial. Pero al igual que con los restantes subsectores energéticos, el objetivo debe ser también que nuestra industria pueda adquirir la electricidad en condiciones de mercado equivalentes a las de nuestros competidores.

6. ¿HEMOS DE REPLANTEARNOS LA POLITICA DE GASIFICACION?

Partiendo de los supuestos incorrectos antes analizados —que nuestras intensidades energética y petrolífera son altas y no disminuyen—, suele proponerse, como forma de reducir nuestra dependencia respecto al petróleo, una penetración más rápida e intensa del gas natural. En relación a este punto conviene señalar lo siguiente:

a) Tal como se aprecia en el cuadro núm. 6, el

crecimiento del consumo de gas natural en España ha sido, desde que se resolvió en febrero de 1985 el contencioso con Argelia, el más alto de la CEE, a excepción del caso no significativo de Dinamarca, que partía de cero. La extensión de la red de gasoductos y la política comercial desarrollada con los clientes industriales ha sido de una gran eficiencia en términos de tiempo y coste de ejecución de los proyectos y de calidad del servicio. Igualmente, la mayor parte de las distribuidoras locales han estado poniendo a disposición de los consumidores familiares y comerciales el gas también en forma eficiente. En los casos en que esto no ha sido así, ya se han comenzado a tomar medidas correctoras.

b) Es verdad, sin embargo, que, a pesar del

CUADRO NUM. 6
EVOLUCION DEL CONSUMO DE GAS NATURAL
(En millones de metros cúbicos y porcentajes)

	<i>Años</i>		<i>Crecimiento anual medio (en porcentaje)</i>
	<i>1984</i>	<i>1989</i>	
España	2,2	5,1	18,3
Alemania	46,2	50,4	1,8
Bélgica-Luxemburgo	9,6	10,4	1,6
Dinamarca	0,1	0,7	47,6
Francia	26,4	27,4	0,7
Grecia	0,1	0,1	0,0
Holanda	35,1	34,6	-0,3
Irlanda	1,9	1,6	-3,4
Italia	29,8	41,6	6,9
Portugal	0,0	0,0	—
Reino Unido	50,6	50,4	-0,1
CEE-12	202,0	222,3	1,9
Estados Unidos	519,9	547,9	1,1
Japón	37,8	47,2	4,5

Fuentes: Agencia Internacional de la Energía, CEDIGAZ y elaboración propia.

fuerte crecimiento, la participación del gas natural en nuestro consumo energético total (5,2 por 100) es más bajo que la media de la CEE (18,2 por 100). Pero también es verdad que el gas difícilmente tendrá en España la importancia que tiene en Europa Central. En efecto, suele olvidarse que nuestra geografía es más accidentada, que nuestra densidad de población es menor, que nuestras temperaturas medias son más elevadas, que el peso de algunas industrias fuertemente consumidoras de gas también es menor, etc. Todo ello tiende inevitablemente a configurar un sistema en el que los consumos de gas familiares, comerciales e industriales sean siempre menores que los medios de los países de la CEE.

A pesar de ello, entre los objetivos con los que se ha trabajado en los últimos seis años figura doblar el consumo de gas para el final de esta década. Ello significa llevar el gas a todas las comunidades autónomas de la Península y a todas las ciudades importantes (con más de 50.000 habitantes). Sólo podremos variar en forma significativa este objetivo según sea mayor o menor el papel que el gas acabe jugando, finalmente, en la generación eléctrica.

c) El gas se ha convertido en una energía de moda por razones ambientales, económicas, etcétera. No hay duda de que presenta unas claras ventajas. En primer lugar, porque su uso va asociado a menores emisiones de óxidos de carbono, nitrógeno y azufre que los combustibles líquidos y sobre todo los sólidos, cuyo menor uso extrañamente no suelen proponer los defensores de la energía nuclear. En segundo lugar, porque es una fuente de energía importante para la competitividad de nuestra industria y también para la economía y comodidad del consumo familiar.

Es preciso analizar, sin embargo, algo que nunca se menciona: el coste del gas y de la gasificación. En efecto, suele olvidarse que los países productores venden su gas natural a un precio ligado a los del petróleo y los productos petrolíferos y también que para introducir el gas en nuestro sistema energético hay que realizar inversiones cuantiosas. Por ejemplo, la sustitución por gas de tres millones de toneladas de petróleo entre 1985 y 1990 ha ido asociada a unas inversiones totales de alrededor de 160.000 millones de pesetas. La sustitución adicional de 4,5 millones de toneladas de petróleo hasta el año 2000 aumentará las inversiones totales en cerca de otros 300.000 millones de pesetas.

La rentabilidad económica de estas inversiones depende del ahorro que comporte la sustitución

de productos petrolíferos por gas. Este ahorro tiene dos componentes: el menor coste de transporte hasta el punto de venta una vez hecha la inversión en la red de distribución y el posible menor coste de adquisición del gas. Teniendo en cuenta los contratos que tenemos o podemos tener, por cada millón de toneladas de petróleo sustituido podemos ahorrar entre cuatro y cinco mil millones de pesetas, según que el precio del Brent oscile entre 20 y 25 dólares el barril. Como puede verse, el ahorro en términos económicos es mucho menor de lo que a veces suele suponerse. Con ello no se cuestiona la conveniencia de intensificar la gasificación del país, objetivo que me parece absolutamente necesario para la modernización de nuestra economía, sino se recuerda que ello también tiene su coste y que no es una fórmula mágica para resolver nuestro problema de dependencia exterior.

d) Mi conclusión es la siguiente: después de una historia difícil y accidentada, la política reciente de gasificación ha sido y es rápida, y está funcionando adecuadamente en términos de coste y calidad de servicios a la industria. Es fundamental que continuemos en el desarrollo de la misma y mejoremos la calidad de la gasificación de algunas ciudades. Ello es, además, perfectamente compatible con una política diseñada para hacer frente a un posible nuevo objetivo como es el de la generación eléctrica, tanto por las propias compañías eléctricas como por la extensión de la cogeneración industrial.

Pero conviene tener en cuenta que es importante disponer de un suministro económico y diversificado y que no debemos dejarnos llevar por los mismos entusiasmos que en épocas anteriores condujeron a situaciones difíciles. No olvidemos que el petróleo se puede comprar y vender todos los días, con una gran flexibilidad en cuanto a su origen (en 1990, España compró crudo a más de veinte países, mientras compra gas a dos: Libia y Argelia), y que negociar un contrato de gas lleva varios años y su duración es de décadas. No olvidemos tampoco que una de las razones para gasificar el país es diversificar nuestros suministros energéticos, y por la misma razón sería un error hacerlo sin diversificar también el origen de nuestros abastecimientos de gas. Por todo ello, evitemos dar nuevos bandazos, planifiquemos pensando en lo que ocurre a lo largo de lustros y décadas, y no en semanas o meses, o sólo bajo el peso de la «última crisis» y, en fin, perseveremos en la aplicación de unas políticas que han demostrado funcionar eficientemente.

7. ¿COMO SERAN LOS PRECIOS DEL PETROLEO EN LOS NOVENTA?

Sobre el comportamiento y evolución a largo plazo de los precios del petróleo, creo que también existe una serie de malentendidos y equivocaciones:

a) Tal como muestra el gráfico 4, el precio medio del petróleo medido en términos reales ha sido a lo largo de los distintos períodos del siglo más constante y menos creciente de lo que suele suponerse. Así, y tal como muestra el gráfico 5, al final de 1990 la gasolina es más barata que en los años sesenta. En 1973 y en 1979 determinados acontecimientos dispararon al alza dicho precio, y en ambos casos pronto comenzó una vuelta a la senda secular. Hoy, un litro de gasolina es, antes de impuestos, más barato que un litro de agua mineral, y eso después de pagar una arriesgada y costosa exploración y desarrollo, un transporte, un refinado y una distribución muy intensivos en capital.

b) Si nos fijamos en el gráfico 6, que muestra las tasas de variación anual del precio del crudo, podemos apreciar que la elevada volatilidad es otra característica del mercado petrolero a lo largo del siglo. Esta volatilidad sólo disminuye en las dos décadas que siguen a la Segunda Guerra Mundial, muy reciente en la memoria de los que hoy escriben y toman decisiones en el mundo político y económico. Lo que hemos estado viviendo en las últimas décadas no es algo nuevo, sino que ha caracterizado la mayor parte de los últimos cien años.

c) Las dos ideas anteriores nos advierten sobre los riesgos de hacer predicciones sobre el mercado de petróleo extrapolando la historia más reciente. Parece lógico prepararse para vivir con un mercado muy volátil, y podemos correr un importante riesgo extrapolando para el medio plazo precios del crudo altos y crecientes. Están aún recientes los enormes costes incurridos por países y empresas que equivocadamente apostaron por precios altos y crecientes para los años ochenta.

Es difícil hacer buenas predicciones sobre los precios del petróleo, puesto que éstas tienden a autoinvalidarse: si se prevén precios altos (bajos), las economías ahorrarán (no ahorrarán) petróleo, las compañías explorarán y producirán más (menos) y el precio finalmente caerá (subirá). Por ello, no quisiera equivocarme en público y por escrito con una predicción sobre el escenario más probable a medio plazo.

Muchos prevén, particularmente desde el mes de agosto, que tendremos precios altos a lo largo

de esta década. Se puede alegrar para ello la importante concentración de reservas en pocos países de la OPEP (cuatro países tienen más del 54,4 por 100 de las reservas mundiales). Pero, en sentido contrario, conviene recordar que:

- Los precios actuales, los de los primeros días de enero de 1991, son producto de un importante atesoramiento e incorporan un importante «*premiu*m de guerra», probablemente superior a los diez dólares.

- Algunos países, como Arabia Saudí y Venezuela, están invirtiendo miles de millones de dólares para aumentar la producción. ¿La reducirán a los niveles anteriores a la crisis una vez que ésta se resuelva?

- A los países con mayores reservas les conviene precios moderados que no animen la sustitución energética, que consagren al petróleo como una energía fundamental a largo plazo, que desalienten la exploración, que no fortalezcan económicamente a algunos de sus rivales políticos...

- La demanda de petróleo puede crecer bastante menos en los noventa por diversas causas: menor crecimiento macroeconómico que en los ochenta, reducción del uso de petróleo por razones ambientales, mayor uso de gas...

Todo ello sólo quiere resaltar la idea de que viviremos en un contexto de alta incertidumbre y que podemos correr un riesgo importante si adoptamos políticas drásticas extrapolando miópicamente nuestra historia recientísima. Diversificación, perseverancia, no dar bandazos y estar dispuestos a pagar un coste por reducir riesgos son algunas de las lecciones que debemos extraer de una historia más larga.

8. ALGUNAS CONCLUSIONES

1. Es muy difícil conocer cuál es el grado óptimo o deseable de utilización y dependencia energética de un país porque ello depende de muchos condicionantes: de tipo geográfico, económico... En cualquier caso, España no parece encontrarse en una posición muy distinta a la del conjunto de países de la CEE y OCDE. Como hemos visto, consumimos más energía por unidad de producto que países como Alemania o Francia, pero menos que Holanda, Bélgica o Estados Unidos, y la proporción de la energía consumida que importamos es mayor que la de Francia y Alemania, pero menor que la de Italia y Bélgica. Difícilmente puede decirse que nuestra situación es mala. Como mucho, es com-

Gráfico 4
PRECIOS DEL CRUDO DESDE 1900



Fuente: BP, PLATTS y elaboración propia

parable a la del conjunto de países que son nuestros socios y competidores.

2. Como también hemos visto, aunque España comenzó con un cierto retraso, ha desarrollado desde 1979 un importante proceso de ahorro y sustitución energética, también perfectamente comparable al de los países de la CEE y de la OCDE.

3. En relación con la dependencia respecto al petróleo, el proceso de ahorro y sustitución llevado a cabo ha sido fortísimo, uno de los más drásticos de toda la OCDE. Si exceptuamos el sector transporte, la economía ha reducido su consumo de petróleo en más del 50 por 100 en el período considerado, a pesar de que la economía ha crecido un 31 por 100.

Ocurre que la demanda de carburantes, gasolina, gasoil y queroseno de aviación ha crecido fuertemente durante el período considerado (1979-1990): un 28 por 100. Factores como el fuerte crecimiento de la economía en este período, nuestro

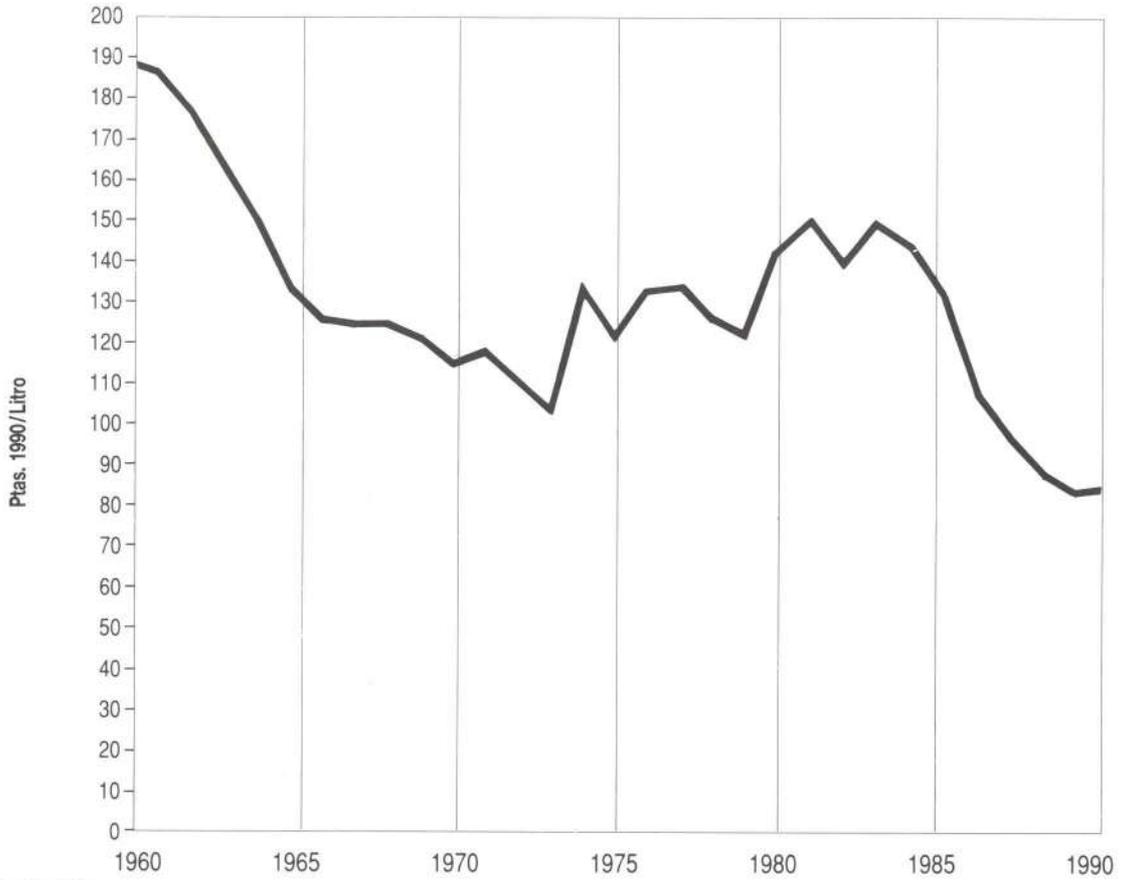
bajo nivel de consumo de partida —aún hoy el consumo *per capita* sigue siendo muy bajo en comparación a los consumos medios de la OCDE o CEE—, nuestros sistemas ferroviarios, de carreteras, etc., explican sin dificultad lo ocurrido.

4. Si se quiere intensificar la política de ahorro y sustitución energética, el instrumento para ello es la elevación de los precios de la energía. Como nada justifica que ello tenga que implicar mayores beneficios para las empresas energéticas, la vía tiene que ser fundamentalmente un aumento de los impuestos indirectos sobre la energía. No es necesario recordar que ello es más complicado en un momento en que el objetivo de inflación es más importante, que plantea dificultades a la industria del automóvil y, en fin, que en todos los países tiene implicaciones políticas suficientemente conocidas.

Las elevaciones de impuestos no son, sin embargo, la única forma de aumentar los precios energéticos. En efecto, si realmente queremos ahorrar

Gráfico 5

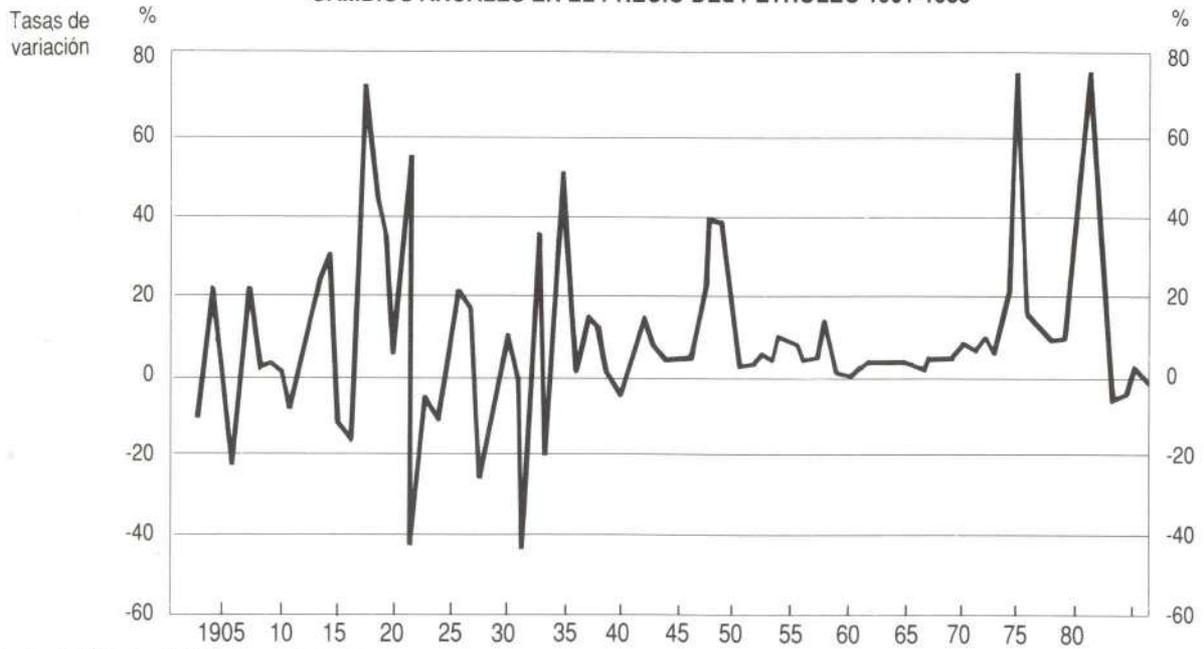
EVOLUCION DEL PRECIO DE GASOLINA SUPER EN ESPAÑA



Fuente: CAMPSA

Gráfico 6

CAMBIOS ANUALES EN EL PRECIO DEL PETROLEO 1901-1985



Fuente: A. N. Binder (1989); *Prospects for the world oil Industry*. 2.º Seminario REPSOL-Harvard

energía en forma significativa hemos de comenzar aplicando precios realistas a los sectores que hoy consumen energía subsidiada, básicamente electricidad, mediante tarifas especiales. Estos consumos son muy importantes, como lo son los subsidios recibidos.

Que los precios reflejen los costes y sean no discriminatorios es siempre bueno desde el punto de vista de la eficiencia en la asignación de recursos. Pero desde luego es algo imprescindible si lo que nos preocupa es reducir nuestra dependencia energética. Las posibilidades de ahorro energético son en este campo importantes. No es algo fácil de implementar, pero si lo que queremos es ahorrar energía, hemos de estar dispuestos a pagar el precio que ello implica: los usuarios de vehículos deberán soportar más impuestos y determinadas industrias el precio real de la energía que consumen. No es algo fácil, pero lo que no es coherente es pedir precios bajos y bajo consumo energético a la vez.

5. Son muchos los que consideran imprescindible instrumentar la política energética a través de la periódica elaboración de planes energéticos. Puede que así sea, pero, por no ser necesario para lo que he pretendido mostrar en este artículo, no quisiera entrar a discutir este punto. Sí quisiera señalar que para tomar medidas de ahorro y sus-

titución, como las señaladas en el punto anterior, no son necesarios nuevos planes energéticos como los que se solicitan.

6. Finalmente, tampoco es necesario un plan para perseguir lo que debe ser nuestro objetivo permanente: la eficiencia de nuestro sector energético en el sentido explicado en el punto 1 de este artículo. En efecto, si queremos acortar nuestras distancias con Europa, España tiene que estar en condiciones de poder ofrecer energía a su industria al menos en las condiciones equivalentes de coste y calidad que los restantes países competidores. El objetivo fundamental de cualquier política o plan energético debe ser éste, y no conozco otra forma de conseguirlo que no implique la introducción de mayor competencia entre los oferentes de energía, y de mayores alternativas al alcance de los demandantes de la misma. Lo demás, o es fácil de conseguir (por ejemplo, que se consuma menos) o es consecuencia de esto (por ejemplo, la estructura empresarial de nuestro sector energético).

NOTA

(*) Este artículo es reproducción de los publicados por el autor en el diario *Cinco Días* entre los días 26 de febrero y 2 de marzo de 1991.

POLITICA MONETARIA: PRESENTE Y FUTURO

Gonzalo GIL (*)

INTRODUCCION

Este artículo trata de tres asuntos que, aunque pueden ser objeto de discusión separada, están indefectiblemente unidos si admitimos, como creo que es lógico, que la expresión «política monetaria» tiene un contenido más amplio del que habitualmente se le otorga.

Siguiendo la tradición que manda ir de lo general a lo particular, comenzaré analizando muy brevemente, por ser de sobra conocidos, los rasgos de la política monetaria y la intervención del Banco de España en los mercados durante el último año. Trataré, a continuación, de fijar alguna de las líneas por las que puede transcurrir dicha evolución en un próximo futuro.

Parte vinculada a dicha política monetaria es la política de deuda pública. No voy a entrar en su planteamiento general, y me limitaré a señalar cuál ha sido la evolución de los mercados de deuda y su futuro previsible en relación con la regulación de las gestoras. Esto constituirá la segunda parte.

El substrato para que todos los mecanismos funcionen, y para que el sistema financiero cumpla sus objetivos, es la consecución de un sistema de pagos eficaz y flexible. Es éste un tema que creo que se olvida con demasiada facilidad, y por ello dedicaré la última parte a explicar cuál es la situación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) y del Sistema Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), para terminar con algunas consideraciones acerca de la evolución inmediata y los posibles perfeccionamientos a introducir en este último.

I. POLITICA MONETARIA Y PROCEDIMIENTOS DE INTERVENCION

La evolución monetaria del año ha estado presidida por la sensación de que la economía no estaba desacelerándose en la medida de lo necesario para poder corregir los desequilibrios básicos. En efecto, durante todo el año, y muy especialmente en el segundo trimestre, las magnitudes monetarias han estado creciendo a ritmos por encima de lo programado para empezar a desacelerarse recientemente.

En el tercer trimestre de 1990, los activos líquidos en manos del público (ALP) experimentaron una notable desaceleración. Su ritmo medio de crecimiento (7,8 por 100) contrasta vivamente con el registrado durante el trimestre inmediatamente anterior (18,6 por 100). De esta forma, ALP recupera la tendencia moderada de los cinco últimos meses del año anterior, cuando comenzaron a operar las restricciones del crédito, y del primer trimestre del año en curso, período en el que la tasa de ALP apenas alcanzó el 3 por 100. Los nueve primeros meses de 1990 arrojan así un ritmo medio de crecimiento del 9,6 por 100, con lo que este agregado se sitúa en el límite superior de la banda de objetivos establecida.

No es necesario insistir en la relativa significación de estas magnitudes, dado el fenómeno de los pagarés de empresa, que han actuado como válvula de escape de las limitaciones establecidas. No obstante, aun midiendo la liquidez con el agregado más amplio, se observa la tendencia que acabo de mencionar. En efecto, si tomamos los ALP más los pagarés de empresa y los forales, esta magnitud, que representaría la «liquidez ampliada», registró

en el período julio-septiembre de 1990 un crecimiento del 8,8 por 100, frente al 21,4 por 100 en el segundo trimestre, y comparable al 7,2 por 100 del primer trimestre.

Las tasas de crecimiento de la financiación obtenida por las empresas y las familias a través del crédito interno alcanzaron, en los tres primeros trimestres de 1990, un 8,5 por 100, un 14,3 por 100 y un 11,3 por 100, respectivamente; si a este agregado se le suma la financiación captada por las empresas mediante la emisión de pagarés, tales cifras se elevan al 15, 19,8 y 14,7 por 100. Por tanto, la brecha existente entre uno y otro agregado crediticio disminuye apreciablemente a medida que el año 1990 avanza. El resultado final es la vuelta, en el tercer trimestre del año, a tasas más moderadas de crecimiento de la financiación recibida por el sector privado, aunque, con todo, claramente superiores a las programadas a comienzos del año.

En general, cuando se habla de política monetaria, se tiende a mencionar únicamente la evolución de las magnitudes monetarias más o menos «correctas». Como mucho, se llegan a citar los cambios que se hayan producido en la instrumentación. En nuestro caso, este terreno ha sido prolífico últimamente, aunque no siempre bien recibido. Así, hemos continuado con las restricciones al crecimiento del crédito que se habían implantado en 1989, se ha producido la reforma del coeficiente de caja, han aparecido, como consecuencia del mismo, los Certificados del Banco de España (CBE) y se ha cambiado la forma de intervención diaria y decenal del Banco de España.

Pero yo querría referirme a otras intervenciones del Banco de España más asentadas en el día a día, tanto en los mercados de depósitos como de deuda.

A lo largo de 1990, la intervención del Banco de España, tanto en el mercado interbancario de depósitos como en el de deuda, se ha incrementado. En cuanto al *mercado de depósitos*, es de sobra conocido el cambio de instrumentación que se produjo como consecuencia de la reducción del coeficiente de caja y de la aparición de los certificados del Banco de España.

Este mercado sigue teniendo planteados los problemas habituales —elevada concentración en el día a día, imposibilidad de hacer el neto de operaciones, que repercute en el consumo de recursos propios, etc.—, que la aparición de los CBE no ha conseguido paliar. En efecto, si se analiza la estadística de operaciones con CBE desde mayo del presente año, puede observarse que todas ellas,

o al menos la mayor parte, se centran en operaciones día a día. Operaciones que están vinculadas a las intervenciones del Banco. Dejando aparte dichas operaciones, el resto son prácticamente inexistentes. El relanzamiento del proyecto de «depósitos interbancarios transferibles», sobre el que volveré más adelante, puede suponer una solución a este problema. No obstante, y en el intervalo, se va a proceder a simplificar las referencias técnicas que acogen a los CBE, y está en estudio una valoración de éstos menos conservadora que la practicada actualmente.

En cuanto a los *mercados de deuda*, y coincidiendo con la reforma en los criterios de actuación exigidos a los creadores de mercado, la intervención del Banco de España ha tenido características diferentes según los mercados. No obstante estas diferencias, el objetivo de todas las intervenciones es el mismo: mantener, en la medida de lo posible, una evolución ordenada de los mercados, tratando de evitar fluctuaciones importantes en la cartera del Banco; esto es, sin tratar de influir a medio plazo sobre la evolución de los tipos de interés.

En el *mercado de pagarés*, tan famoso estos días, el Banco ha estado interviniendo, tanto en operaciones a vencimiento como día a día, para evitar que éstos se crucen a tipos negativos, alcanzando un nivel operativo de 56.000 y 120.000 millones, respectivamente, en el período enero-octubre de 1990.

En los *mercados de letras*, dos han sido los tipos de intervención practicados. En el primero de ellos, intervención mediante *repos en el mercado día a día*, el objetivo ha sido poner un suelo a las caídas de tipos de interés que se producían en determinados momentos ante la demanda excesiva de títulos que no encontraban contrapartida en el mercado.

Dado el tipo del interbancario, y el hecho de que el Banco intervenía cuando el tipo de interés se situaba en torno al 10 por 100, el diferencial máximo entre letras e interbancario podría estar en torno a los cinco puntos porcentuales. La aparición de dicho diferencial en las estadísticas de intervención en el año muestra los momentos en que la intervención del Banco ha sido más intensa; esto ocurrió en los primeros meses de 1990, en los que la diferencia máxima intradía, en cada mes, llegaba a superar los 4,5 puntos.

Con posterioridad, en los meses centrales del año, el diferencial se redujo sustancialmente —una media de dos puntos porcentuales—, haciendo innecesario este tipo de intervenciones por parte del Banco de España. La reducción del coeficiente de caja y la posibilidad de remunerar con tipos más

elevados los pasivos computables ha supuesto la colocación de un suelo a los tipos de las letras por encima del que venía estableciendo el Banco.

En octubre de 1990, este diferencial se ha disparado de nuevo, sin duda en relación con el elevado volumen de cupones a abonar durante dicho mes.

Otra intervención que ha tenido importancia en 1990 ha sido la *venta a vencimiento de letras* de la cartera del Banco. Como es sabido, se inició en julio, como resultado de un compromiso entre los deseos del Tesoro de reducir sus costes y las necesidades de mantenimiento de una política monetaria estricta. En efecto, las fuertes demandas que estaba recibiendo el Tesoro, por encima de lo que eran sus necesidades de financiación en aquellos momentos, hacían lógico, desde su perspectiva, un descenso en el tipo de adjudicación de subasta. La segura influencia de este posible descenso sobre la estructura de tipos de interés era incompatible con el mantenimiento de una política monetaria estricta —recuérdese que durante todo el segundo semestre las magnitudes monetarias habían estado creciendo aceleradamente. Por ello, se optó por la solución de proceder, por parte del Banco y de acuerdo con el Tesoro, a absorber parte de la demanda mediante la colocación de su cartera. Cartera que, por otro lado, y como resultado de la evolución de la primera parte del año (compra de letras por parte del Banco en el primario con el fin de atender el mercado a tres meses, y posterior caída de éste), era excesiva para las necesidades de intervención del Banco en los mercados.

Se colocaron, hasta la suspensión de estas operaciones en la segunda decena de octubre, un total de 775.000 millones de referencias con vencimientos entre cuatro y siete meses, a tipos de interés equivalentes más atractivos que los de las subastas del primario. El efecto ha sido una anulación completa de las cesiones a tres meses, que han caído en un volumen aproximadamente equivalente. El deseo de permitir que el Tesoro pueda completar sus planes de financiación para el resto del año —terminando con un incremento nulo del recurso al Banco de España, tal como está estipulado en la Ley de Presupuestos—, aconsejó la suspensión de estas ventas para evitar el drenaje de demanda que estaban suponiendo. Por otro lado, el deseo de compensar el mensaje bajista sobre tipos de interés que podía comunicar esta acción, y al mismo tiempo revitalizar las cesiones a tres meses, aconsejó elevar el tipo de las mismas, claramente desalineado con el mercado, en 0,25 puntos porcentuales hasta colocarlo en 14 por 100.

En cuanto al *mercado de bonos*, y en relación con los compromisos adquiridos por los creadores de mercado de cotizar continuamente determinadas emisiones, el Banco comenzó a actuar de manera continua en el mercado de MEDAS, tratando de evitar que la carencia de papel en algún momento determinado pudiese colocar en situación arriesgada a algún creador de mercado.

Esta actuación se ha mantenido a lo largo de 1990 con bastante fluidez y sin grandes sobresaltos, excepto en algunos episodios notorios de todos conocidos. En el mes de agosto, las circunstancias internacionales produjeron una acelerada desinversión por parte de no residentes, básicamente. El volumen de la oferta aparecida esos días, los efectos sobre el mercado de la peseta y la inexistencia de demanda equilibradora hizo que el Banco interviniera adquiriendo volúmenes importantes de bonos. Con posterioridad, en el mes de octubre, el elevado nivel alcanzado por las rentabilidades y el cambio de expectativas del mercado hicieron posible que el Banco se desprendiese de buena parte de la cartera adquirida anteriormente, evitando con ello que la fluctuación de los tipos de rendimientos fuera más acentuada. De hecho, la diferencia del TIR entre dos días consecutivos se ha mantenido en los doce meses (octubre 1989-octubre 1990) en un entorno de 0,03/0,09. En septiembre y octubre, en el período en el que el Banco no intervenía, esta diferencia aumentó considerablemente, hasta superar el cuarto de punto.

Otra intervención puntual, no importante pero sí significativa por ir en la línea de lo que los negociantes de deuda han venido planteando en ocasiones —la segunda vuelta de subastas—, se produjo en el mes de junio, cuando el corte en la subasta de bonos del Tesoro, a un tipo inesperado, dejó a muchas entidades en descubierto ante las ventas que ya habían realizado. La intervención del Banco en aquellos momentos, vendiendo a plazo, permitió resolver la situación. Es éste un tema en el que quizá convenga profundizar algo en 1991, en el sentido de establecer una cierta institucionalización condicional.

Hasta aquí lo que ha ocurrido durante el año 1990 en el área concreta de la política monetaria. Antes de pasar a analizar los otros campos de actividad mencionados al comienzo, tiene interés averiguar, en la medida de lo posible, cuál puede ser la evolución inmediata.

Veámos al comienzo cómo las magnitudes monetarias habían estado desacelerándose en los últimos meses; ante esta evolución, y dando por supuesto que esta tendencia continúe, podemos pa-

sar a considerar las líneas que previsiblemente debería seguir la política monetaria en 1991.

La tendencia de esta política se presenta con rasgos difíciles, y va a estar sometida a una serie de condicionantes a los que me referiré a continuación:

- En primer lugar, cabe partir del supuesto, que con frecuencia se ha repetido, de que la *moderación de rentas* y la *política presupuestaria estricta* van a ser una realidad. Cualquier objetivo de política monetaria que se adopte con este supuesto se tornará rápidamente irrealizable, por su dureza, si aquél no se cumple. Cuanto más ajustada sea la evolución de las variables mencionadas tanta más holgura podrá tener la política monetaria, los tipos de interés podrán ser más flexibles y las restricciones cuantitativas podrán ser eliminadas sin excesivos efectos desestabilizadores.

- Parece un hecho comúnmente aceptado que los controles al crecimiento del crédito, tomados a mediados de 1989 —como consecuencia de la presión alcista de los salarios, la insuficiente contribución presupuestaria a la reducción del gasto nominal y las limitaciones al manejo de los tipos de interés—, han dejado de tener la eficacia inicialmente mostrada, cosa que, por otro lado, no puede sorprender a nadie.

Su supresión, si las magnitudes siguen evolucionando como hasta ahora, producirá inevitablemente desplazamientos financieros difíciles de prever de antemano y que posiblemente serán más acentuados en los primeros meses de 1991. Junto a ello, cabe pensar que se produzca un incremento de la demanda de crédito. Parece claro que en estas condiciones de incertidumbre la posición más aconsejable es mantener un cierto grado de presión sobre los mercados, y por ello los objetivos cuantitativos deben formularse de manera estricta.

En relación directa con esta restricción, está la del depósito previo del 30 por 100 a los flujos de financiación exterior. Dado el diferencial existente de tipos de interés, parece claro que la supresión de la restricción interior debe preceder a la de la existente sobre el endeudamiento exterior. Ahora bien, en este caso el escenario es más complicado, y aunque inevitablemente nuestro compromiso comunitario obligara a realizarla, la supresión debe adoptarse con cautela.

A no ser que se produjese una fuerte tendencia depreciadora sobre la peseta —cosa que con los datos que tenemos no es previsible—, en cuyo caso la supresión del depósito sería conveniente, tal supresión en otras condiciones puede conducir

a un incremento de los flujos de capital. Este incremento podría obligar a reducir los tipos de interés a niveles que serían incompatibles con la necesaria presión sobre los mercados que antes mencionaba. Lo ideal sería disponer de este margen de maniobra de descenso de los tipos de interés; es decir, que el gasto se hubiese desacelerado efectivamente antes de proceder a la supresión del depósito.

- Otro condicionante importante, relacionado con el comentario anterior, viene dado por la pertenencia de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME). Esta limitación ha quedado perfectamente ejemplificada con la reciente entrada de la libra en el Sistema. Sus efectos sobre la peseta son varios. En primer lugar, existe un problema de acortamiento de recorrido relacionado con la posición de las monedas. Efecto que se producía antes, pero que ha sido acentuado por la entrada de la divisa inglesa. Así, en la situación anterior, y en el caso de que todas las monedas estuviesen próximas a su paridad, la peseta tenía un recorrido del 12 por 100. Si alguna de las monedas se alejaba de la paridad y se colocaba en su margen extremo frente alguna otra, el recorrido de la peseta se reducía en un 2,25 por 100. Ahora, con la entrada de la libra, y dependiendo de la posición en que ésta se coloque, el recorrido posible de la peseta puede quedar reducido a la mitad. Cuando la libra entró en el Sistema, la peseta era la más fuerte, y todas las demás estaban alineadas; en los primeros días, la libra se apreció frente al DM, y justamente en el mismo porcentaje de apreciación se vio reducida la capacidad de la peseta para depreciarse.

Pero éstos son juegos de desplazamiento, y lo interesante es ver lo que hay detrás; lo que hay es que nuestra evolución va a estar condicionada por la política monetaria del Reino Unido; por supuesto, la inversa también es cierta. Así, si —en contra de las expectativas actuales de los mercados ingleses sobre la posible caída de tipos de interés, relacionada con la anticipación de las elecciones— el Reino Unido mantiene altos sus tipos de interés, esto implicará un mayor flujo de capitales hacia Londres y quitará presión sobre la peseta. Esto implicará que, con un mismo nivel de tipos de interés, nuestra capacidad de maniobra será mayor o, dicho de otra forma, que podremos proceder a elevar los tipos con más flexibilidad que antes. Esta evolución ayudaría, evidentemente, si con la supresión de los controles sobre el crecimiento del crédito pudiese parecer deseable una elevación de tipos de interés.

- Por último, el que en otros momentos ha sido

un condicionante importante, la financiación del Tesoro en el Banco de España, ha dejado de tener la importancia negativa anterior, y la coordinación viene funcionando de forma bastante satisfactoria, reforzada por el establecimiento del incremento cero del recurso.

Todas las consideraciones anteriores dibujan un panorama de complicación para el diseño de la política monetaria más adecuada para el año 1991. La situación será especialmente delicada en los primeros meses del año, y la forma en que se resuelva condicionará inevitablemente el resto del ejercicio.

Por todo ello, parece bastante sensato pensar que la política monetaria del año debe tener como referencia, dando por cumplidos los supuestos iniciales de colaboración de otras políticas, el mantenimiento de un tipo de cambio estable y situado en la parte superior de la banda de fluctuación. Es decir, debe evitar un debilitamiento de la peseta por el momento.

Como comentaba antes, este punto de referencia implica que el diseño de los objetivos debe ser estricto y estar orientado hacia el mantenimiento de la presión sobre los mercados. Es importante que la política monetaria transmita esta sensación de firmeza, y ésta es una de las finalidades de la fijación de objetivos.

Será conveniente, al igual que se ha venido haciendo en 1990, además de fijar un objetivo de crecimiento para ALP, seguir con atención la evolución del objetivo ALP más pagarés, ya que se producirán, en la eventualidad de la supresión de las restricciones, desplazamientos financieros importantes.

Así, pues, al margen de estas sendas de referencia de los agregados, que habrá que ir pensando en modificar —hacia agregados más estrechos— en la medida en que la integración monetaria europea progresa, la política de tipos de interés seguirá desempeñando el papel básico en el manejo diario, únicamente con la esperanza de que su protagonismo sea reducido drásticamente.

Previsiblemente, en el corto plazo, la *instrumentación* en el *mercado monetario* permanecerá básicamente en las líneas actuales. La aparición de los CBE en mayo de este año y el cambio de instrumentación que se produjo en la misma fecha han supuesto una mejora de flexibilidad y operativa respecto a la situación anterior.

La aparición de los *certificados* ha permitido activar las operaciones de mercado abierto como

vehículo para la instrumentación de la política monetaria, al tiempo que inyectaban algo de vida adicional al grupo de creadores.

El mercado interbancario de depósitos sigue, no obstante, adoleciendo de los problemas tradicionales: alto grado de concentración en las operaciones día a día, elevado volumen de riesgo acumulado, fragmentación en algunas ocasiones e imposibilidad de que aparezcan creadores de mercado que puedan cotizar en ambas partes continuamente, tal y como ocurre con los creadores del mercado de deuda.

Tal como está configurado el mercado interbancario de depósitos, una entidad que, ante un previsible excedente de liquidez, concede un préstamo a un mes se encuentra incapaz de cancelarlo si al día siguiente cambian las condiciones; ni siquiera aunque el prestatario estuviera de acuerdo. Obviamente, podría captar fondos en el mercado, pero aunque lograrse tener una posición neta nula o tomadora no le serviría de nada. En efecto, seguiría consumiendo los recursos propios en virtud del riesgo vivo y de la regulación existente, y agotaría las líneas de crédito con los otros operadores en el mercado. Esto, que constituye un auténtico problema para la entidad que solamente quería mantener o deshacer una posición, se torna un obstáculo invencible para la posible aparición de creadores.

Así, pues, la existencia de líneas de riesgo entre las entidades, la existencia de la regulación sobre recursos propios y la imposibilidad de hacer el neto han provocado, por un lado, una rápida inflación en el balance de las entidades, y por otro, la extraordinaria concentración que antes mencionaba en operaciones a un día, con el consiguiente problema de riesgos que se mencionará en otra parte. Consecuencia de ello es también el hecho de que la curva de tipos de interés carezca de realidad en determinadas ocasiones.

La única solución a esta situación pasa por la transformación de los depósitos en activos negociables exentos de tributación, tal como lo están en estos momentos los depósitos interbancarios.

Los contactos entre las entidades y el Banco de España se extendieron, con intermitencias, hasta la última parte de 1989. La posterior aparición de los CBE produjo un parcial abandono de la idea, que de nuevo está reconsiderándose.

La mayor parte de los CBE son absorbidos por la subasta decenal o/y por las intervenciones diarias del Banco de España. Los sobrantes podrían ser utilizados con la finalidad mencionada. No lo

son. Quizá la multiplicidad de referencias técnicas es un obstáculo, y convendría proceder a su simplificación. Un cambio, hacia un carácter menos conservador en su valoración, también podría ayudar, al incrementar el volumen de CBE disponibles.

Todos éstos serán, no obstante, arreglos provisionales; los CBE desaparecerán en algún momento y conviene ir preparando otro instrumento. Después de las numerosas posibilidades que se han ido discutiendo a lo largo del tiempo —modificación de la norma de consumo de recursos propios, problemas con la tributación, etc.—, se configuran los depósitos interbancarios transferibles (DIT) como la alternativa más conveniente.

Constituirán éstos un nuevo producto financiero, consistente en un depósito interbancario emitido a plazo fijo, con tipos de interés explícitos pagaderos al vencimiento, y representado por anotaciones en cuenta registradas en el STMD. Deberán ser emitidos por las entidades de crédito, con las limitaciones que en su caso se determinen, y serán transferibles a través del STMD entre las entidades adheridas al mismo. Estos fondos estarán igualmente exentos de la computabilidad en el coeficiente de caja.

La ejecución, compensación y liquidación, tanto del mercado primario como del secundario, se realizarán a través del STMD. Así, pues, este sistema establecerá el soporte técnico para el desarrollo del nuevo mercado mediante el diseño de una aplicación informática —similar a la existente hasta este momento para los depósitos— en la que quedarán registradas todas las operaciones con DIT.

El registro implicará la apertura de una cuenta por cada emisor, y dentro de cada cuenta habrá subcuentas correspondientes a los diferentes vencimientos de los DIT. La aplicación controlará que el número de DIT emitido por cada entidad coincida para cada vencimiento con la suma de los saldos de todas las subcuentas correspondientes, y asimismo comprobará la existencia de saldo para llevar a cabo cada una de las operaciones ordenadas. Será, en resumen, un sistema similar al que ya está establecido y funcionando en estos momentos para otros mercados.

El problema más importante es el de la sujeción o exención de tributación. La negociación de estos instrumentos sólo será operativa si cada transmisión no lleva aparejada la sujeción al impuesto. A esto se debe el que se emitan con intereses explícitos.

No obstante, en la práctica podrán ser tratados desde el punto de vista operativo y contable como

instrumentos financieros emitidos a descuento. A medida que sean puestos en circulación, deberán ser comunicados al STMD, tanto por el emisor como por el adquirente, el efectivo inicial y el efectivo final, que equivaldrá a la suma del inicial más los intereses pactados. El importe nominal unitario de los DIT será variable en función del tipo de interés, de forma que la suma de dicho valor más el cupón del vencimiento importen 100 millones o múltiplo.

En consecuencia, sólo cabe realizar el control de las carteras de certificados en función del efectivo final, por lo que parece más apropiado que tanto la contabilización que realice el emisor como la que realicen los titulares de los depósitos se ajusten a los mismos criterios que la de los instrumentos emitidos a descuento, tal y como viene sucediendo con otros activos con cupón cero.

La puesta en marcha de este proyecto implicará, tal como antes se mencionaba, un desplazamiento de las operaciones actuales del mercado de depósitos interbancarios.

Desde el punto de vista de los riesgos de liquidación, se producirá una disminución de éstos en la medida en que disminuya el importe de las operaciones que deban ser liquidadas día a día.

El registro de crédito global para el conjunto de los dos mercados de depósitos interbancarios deberá disminuir, ya que en el mercado actual es imposible realizar el neto de las operaciones. Es decir, los más de cuatro billones que constituyen el saldo vivo del mercado interbancario son el resultado de la consolidación de todas las posiciones brutas (tomadoras o prestadoras) pendientes de vencimiento.

Además, en el supuesto de que se publiquen —y éste es un punto pendiente de acuerdo— los saldos vivos correspondientes a cada emisor, el riesgo de crédito mejorará sustancialmente, tanto desde el punto de vista de la concentración como desde el de la «calidad» de la firma emisora.

II. MERCADOS DE DEUDA

El segundo tema de esta nota es el de los mercados de deuda, y me limitaré a tratar los aspectos más relacionados con la actividad del Banco de España.

La estructura institucional que soporta los mercados de deuda ha sufrido, a lo largo de 1990, algunos cambios, aconsejados tanto por la exis-

tencia de nuevos desarrollos legales, a los que era necesario adaptarse, como por la experiencia adquirida en los tres años de funcionamiento y la constatación de ciertas disfunciones, fragmentación y falta de transparencia en determinadas áreas de los mercados.

La falta de transparencia y la excesiva carga de las comisiones, especialmente en lo que afecta al tramo minorista, han intentado paliarse de varias formas —que se pondrán en vigor en un futuro próximo y, por ello, serán comentadas más adelante— y mediante el establecimiento de las *cuentas directas* en el Banco de España. Resulta de todo punto innecesario explicar en qué consisten, ya que son de sobra conocidas; baste decir que, a pesar de las limitaciones operativas que comportan, su crecimiento ha sido importante. Han alcanzado un volumen de 136.000 millones, letras en su mayor parte, agrupadas en 56.000 cuentas independientes, que reflejan una parte de los inversores pequeños que no estaban debidamente atendidos por las entidades gestoras. En este mismo sentido actuarán, sin duda alguna, los Fondtesoro, puestos en marcha por la Dirección General del Tesoro en colaboración con algunas entidades.

Algunas entidades integrantes del entramado institucional de este mercado van a sufrir modificaciones importantes (las entidades gestoras), y otras las han experimentado ya (*brokers* y creadores de mercado).

El grupo de *creadores de mercado*, que venía funcionando desde el año 1988, ha visto modificadas las normas por las que se rige su actuación después de un largo proceso de discusiones con las entidades participantes.

La experiencia de los años de funcionamiento y la propia transformación de los mercados aconsejaban un cambio, que pasase por una simplificación de los criterios que se les exigían para mantener la condición de creadores.

El nuevo régimen, bajo el que ya están funcionando desde el pasado mes de abril, implica:

a) Una clasificación de los creadores, atendiendo a tres criterios básicos con igual ponderación: suscripción de bonos, letras y obligaciones del Estado; negociación de estos activos en el mercado secundario, y presencia y actividad en la red ciega de MEDAS.

b) En dicha red deberán cotizar al menos cinco de las emisiones más líquidas, de manera permanente, con unos *spreads* máximos y por cantidades superiores a un mínimo.

c) El Banco de España utiliza a estos creadores como vía de transmisión en operaciones diarias de intervención, dentro del nuevo esquema de instrumentación que empezó a funcionar en mayo. Pero, además, el Banco participa en el mercado secundario —ya sea de pagarés, letras o deuda—, con el fin de ofrecer contrapartidas a los creadores a precios ligeramente penalizadores, y evitar que puedan quedarse en descubierto como consecuencia de su obligación de cotización de determinadas emisiones.

Por otro lado, también los *brokers* han atravesado a lo largo del año un proceso de transformación —en realidad todavía están en él— necesario para adaptarlos a las exigencias de la Ley del Mercado de Valores. Este proceso supone, ante todo, una mayor capitalización de estos mediadores, que se transforman en agencias de valores. Las necesidades de capital, que estaban en 25 millones, pasan a 150, que es la cifra de capital exigida a las agencias de valores. Los *brokers* que no hayan optado por esta transformación deberán limitarse a la mediación en mercados monetarios y elevar su capital hasta los 50 millones.

Respecto a los «ciegos», superada la fase inicial en la que era necesario tomar precauciones excepcionales, se ha suprimido la exigencia de sociedades separadas, permitiendo su convivencia en una misma, siempre y cuando garanticen a satisfacción del Banco la separación de funciones.

Es éste un proceso que redundará en beneficio de todas las sociedades y del mercado, al dotarlas de una capitalización más estable y acorde con lo que ha sido la evolución del mismo. A partir de este momento, pasan a estar bajo la supervisión conjunta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y del Banco de España, ciñéndose la actividad del Banco a la supervisión operativa y a la concesión de las claves necesarias para operar.

Estas entidades actúan sobre la base del cobro de unas comisiones libremente pactadas. En este sentido, me gustaría llamar la atención sobre un hecho que se ha producido hace unos meses, más o menos felizmente saldado, pero que se ha desarrollado de una forma nada beneficiosa para el sistema en su conjunto. Se trata de, por llamarlo de alguna forma, la pequeña guerra de tarifas y descuentos. No es mi papel entrar en las facetas concretas de este problema, pero sí puedo decir, y así lo hice en su momento, que el proceso adquirió unos niveles nada aconsejables para la estabilidad de un conjunto de instituciones que se hallan inmersas en un proceso de transformación y capitalización difícil.

El grupo que presta estos servicios, y sus usuarios, deberían tratar de consolidar una situación que a todos interesa por igual, y esto se debe hacer sin mermar la competencia, pero tratando de resolver los problemas de otra forma. Por otro lado, el período de mayor competencia que se avecina aconseja que aprovechemos el tiempo de una manera más útil.

Todos estos cambios, y otros que no han sido mencionados, han tenido una traducción en la operativa de los diferentes mercados. En este sentido, y en cuanto a los volúmenes de negociación en los mismos, puede observarse, en general, una tendencia al mantenimiento o incremento del volumen de aquélla en los más importantes. El más activo sigue siendo el de dobles de letras, tanto entre titulares como con terceros; si bien, en el caso de estos últimos, los dobles con bonos han crecido a ritmo más vivo. Por otro lado, el mercado a plazo, aunque todavía con volúmenes de negociación más modestos, ha experimentado un crecimiento importante en la segunda mitad del año.

La generalidad de los mercados de deuda entre *titulares* experimentó en los dos primeros meses de 1990 un descenso en la negociación respecto al último trimestre de 1989, a excepción del mercado a plazo con bonos y obligaciones. En marzo comenzó un período de recuperación que en junio y julio se convirtió en un notable crecimiento, a excepción del mercado al contado con letras del Tesoro. En los meses de agosto, septiembre y octubre, la negociación ha seguido una evolución desigual, creciendo incluso a ritmos superiores que en los meses de junio y julio para el conjunto de mercados a plazo (plazo STMD, futuros y opciones) y el de simultáneas, y manteniéndose o disminuyendo para el resto.

Por mercados, el de *cesión temporal de letras* es el más importante y comenzó 1990 con un descenso del 12 por 100 en la negociación, para ir recuperando paulatinamente el nivel de final del año 1989, superándolo a partir de junio. Los volúmenes de negociación media diaria han oscilado entre los 150 y 200.000 millones en el período considerado.

El mercado de *dobles con bonos y obligaciones*, incluyendo tanto cesiones como simultáneas, se ha recuperado también del descenso experimentado en los primeros meses de 1990, alcanzando niveles de negociación entre 30 y 60.000 millones diarios.

En cuanto a los de operaciones simples, tanto de *contado* como a *plazo*, su importancia es menor. De entre ellos destaca el de plazo, en el que

es necesario señalar dos hechos: el inicio de operaciones de MEFFSA y OM Ibérica, y el importante crecimiento experimentado en la segunda parte de 1990 en los mercados a plazo. Quizá las incertidumbres de la coyuntura internacional en esta última parte del año hayan contribuido a este crecimiento. Dentro del mercado a plazo a través del STMD, el escalón más activo ha sido, durante todo el año 1990, el de titulares no ciegos.

El crecimiento de MEFFSA ha sido importante, y los datos disponibles parecen confirmar que el mercado de futuros no se configura como sustitutivo del mercado a plazo, sino más bien como complementario. Tanto la evolución diaria de la negociación como la evolución en ambos mercados parece indicar un alto grado de conexión entre el mercado a plazo del STMD y el mercado de futuros; igualmente, la información disponible muestra que, cuando se producen oportunidades de arbitraje entre uno y otro mercado, se aprovechan.

El mercado de opciones se ha mostrado algo menos activo que el de futuros, lo cual es lógico y ocurre en todos los países, si bien las relaciones negociación de opciones/negociación de futuros y negociación de opciones/negociación de contado parecen equivaler a las de otros mercados de deuda. Sobre la evolución de estos mercados y su relación con los correspondientes al contado y a plazo se publicará en breve un artículo en el *Boletín Económico* del Banco de España que pretende seguir con la línea de artículos dedicados a mercados e instituciones que se inició recientemente con el dedicado a los *brokers*.

Por lo que se refiere a la *negociación con terceros*, las dobles con letras, las más importantes con mucha diferencia han mantenido a lo largo de todo el año una tendencia similar a la del pasado; mientras, las dobles con bonos y obligaciones han crecido durante todo el año 1990 a ritmos superiores. En las operaciones al contado, se observa la tendencia al mantenimiento de los volúmenes de negociación alcanzados en la segunda parte de 1989.

Muy brevemente, paso a exponer sólo unas actuaciones sobre la evolución futura.

La Ley del Mercado de Valores ha supuesto un acontecimiento cuyos efectos, todavía en sus etapas iniciales, se están dejando sentir en todos los segmentos del mercado. En el caso de las *entidades gestoras*, tanto la necesaria adaptación de la regulación anterior como la experiencia adquirida en los años que llevan de funcionamiento han aconsejado unas transformaciones cuyo proceso legal está bastante avanzado. Los textos han sido ya definitivamente aprobados por la Comisión Ase-

sora para el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y elevados al Tesoro para su trámite preceptivo.

Los aspectos más importantes de las modificaciones propuestas son los siguientes:

1. Se adapta la redacción a la literalidad de la Ley del Mercado de Valores. Según el nuevo texto, para ser entidad gestora no se requiere ser titular de cuenta, sino que la norma procede directamente a definir la condición de entidad gestora y posteriormente regula la situación de aquellas entidades gestoras que son, además, titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones.

2. Aparecen en la nueva regulación las siguientes categorías de entidades:

a) *Entidad gestora con capacidad plena*, titular de cuentas a nombre propio en la Central (recursos propios mínimos, 750 millones, y 20.000 millones en cuentas de terceros).

b) *Entidad gestora con capacidad restringida*, no titular de cuentas a nombre propio en la Central (recursos propios mínimos, 150 millones, y 1.000 millones en cuentas de terceros). Podrán realizar con sus comitentes operaciones simples al contado. En el resto, deberán actuar como meros comisionistas por cuenta de terceros, buscando contrapartidas en el mercado.

3. Acceso a la condición de entidad gestora. Se introduce el previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las normas de conducta que establece la Ley del Mercado de Valores. Se establece un nuevo motivo para la denegación de la inscripción: que formen parte del mismo grupo de otra entidad que ya sea entidad gestora (exceptuando a las sociedades de valores).

Para alcanzar los requisitos mínimos de saldos de terceros mencionados en el punto 2, se concede un plazo de un año a las nuevas entidades, y a las ya existentes, de seis meses, y se especifican entre sus obligaciones las de información a la Administración tributaria.

Se concretan más los motivos que pueden dar lugar a la retirada de entidad gestora o de titular, posibilitando la exclusión por el Banco de España, con ratificación posterior por la Dirección General del Tesoro.

4. Con el fin de potenciar la actividad registral de las entidades gestoras, de modo que éstas puedan anotar las transacciones realizadas entre otros titulares de cuentas y sus clientes, con plena garantía para el titular sobre las prácticas comerciales de la gestora, se regula la expedición de resguar-

dos «por cuenta de titulares de cuentas en la Central».

5. Se modifican los artículos relativos al desarrollo del régimen específico de negociación, compensación y liquidación organizado por las bolsas de valores, para dar cabida al proyecto que la Bolsa y el Banco de España están elaborando en estos momentos.

6. El punto anterior enlaza con un tema sobre el que desearía hacer hincapié, y respecto al cual el Banco mantiene contactos con las instituciones representativas de bancos y cajas. Se trata de la relación de las entidades gestoras con el mercado minorista. Se ha comprobado que en numerosas ocasiones el pequeño inversor que se acerca a realizar una inversión en deuda —uno a cinco millones— se ve disuadido, «orientado» o incluso presionado hacia otro tipo de producto. En este punto, la regulación de las sociedades gestoras vigente hasta este momento se ha mostrado en exceso ambigua. Se trata de un tema difícil, pero, sin querer adoptar una postura maximalista, sí que parece necesario hacer lo posible por poner algún remedio a esta situación.

Es evidente que, en este sentido, se va a modificar también la regulación de las gestoras, de forma que estén obligadas, no a tener cartera de existencias de todas las emisiones, pero sí, cuando menos, a buscar eficazmente contrapartida en el mercado. Muy posiblemente, el tema haya de ser enfrentado a través del establecimiento de un precio público —cosa que ahora no existe— que pudiera servir de referencia. En este sentido, el proyecto de la Bolsa y el Banco de España, mencionado en el punto anterior —que previsiblemente, y para bonos, podrá estar disponible a comienzos del año 1991—, puede ser de gran utilidad.

Por otro lado, se va a empezar a publicar en el *Boletín de la Central de Anotaciones*—y en la prensa— información que algunos creadores van a suministrar voluntariamente sobre precios y condiciones que están dispuestos a ofrecer al pequeño inversor. Todo lo anterior puede ayudar a dotar a este mercado de un mayor grado de transparencia.

Además de las anteriores transformaciones, y de las que el Tesoro emprenda, dos hechos que podrían contribuir de forma importante al desarrollo del mercado serían: por un lado, la aparición, difícil, de inversores institucionales que en otros sistemas son un soporte importante para estos mercados de deuda, y por otro, el tratamiento fiscal a las inversiones de no residentes.

En este sentido, el esquema actual de tributación

de bonos y letras debería ser modificado, tratando de clarificar las obligaciones de tributación, y de simplificar todos los procesos administrativos, hoy por hoy demasiado engorrosos.

En estos momentos, el inversor de bonos tributa el 25 por 100 de los rendimientos brutos devengados. La Central de Anotaciones retiene dicha cantidad y devuelve posteriormente a los no residentes la diferencia con el correspondiente convenio, cuando éste existe, lo cual es un proceso largo y complejo.

Por su parte, como ocurre con las letras, sus rendimientos implícitos tributan también al 25 por 100. Las entidades gestoras retienen a los no residentes sólo la parte que corresponda según el correspondiente convenio. Una modificación poco ambiciosa consistiría, respecto a los bonos y obligaciones, que la Central de Anotaciones retuviese sólo la parte correspondiente al convenio, y la gestora garantizara la exactitud de los datos, evitándose así el engorroso problema de las devoluciones.

Obviamente, cabe proponer una medida más ambiciosa, que pasaría por eliminar la tributación de no residentes, con lo cual España actuaría como lo están haciendo en Francia, Alemania, Holanda y Luxemburgo. Con toda seguridad, el previsible incremento de demanda paliaría la reducción de ingresos que pudiera producirse.

III. SISTEMAS DE PAGOS

Uno de los aspectos que más llama la atención, al analizar la literatura comparada sobre sistemas financieros, es la escasa atención relativa que se presta en nuestro caso al funcionamiento del sistema de pagos. Tal parece que un aspecto tan fundamental como éste está perfectamente resuelto o que, por el contrario, nadie se ha preocupado de hacer algo al respecto.

Ninguna de las dos posibilidades refleja la realidad, y por ello, muy brevemente, querría reflejar el estado de la cuestión en un tema en el que la cooperación ha sido, y está siendo, tan fundamental.

Para ello, me referiré tanto al sistema de compensación y liquidación de las operaciones de las entidades con su clientela (SNCE) como al sistema por el que transcurren los grandes pagos de las operaciones interbancarias (STMD); ambos sistemas confluyen, en su última etapa, en las cuentas de tesorería de las entidades en el Banco.

- Aunque el *Sistema Nacional de Compensa-*

ción Electrónica no se constituye como tal hasta el año 1987, ya desde mucho antes se había iniciado la colaboración entre algunas entidades, lo que había dado como resultado la elaboración de un gran número de normas comunes encaminadas a la racionalización de los intercambios.

Esta experiencia común, junto con el desarrollo de los medios de telecomunicación, permitió abordar el problema sobre bases más ambiciosas; de tal forma que el proceso que había venido desarrollándose da un salto cualitativo y empieza a estructurarse en torno a la creación de un Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

Con él se pretende el establecimiento de un sistema de compensación y liquidación de ámbito estatal, en el que el concepto tradicional de cámaras de compensación se irá diluyendo en el tiempo.

El sistema consta de:

Sistema Nacional de Compensación, que tiene asiento en los distintos centros de proceso de datos de las entidades, y se concreta en un conjunto de procesos informáticos para cada tipo de operación (subsistema). Cualquier entidad podrá recibir toda la información en cualquier punto geográfico, así como enviarla desde cualquiera. Se hace con ello innecesaria la vinculación a un espacio físico determinado.

Sistema Nacional de Liquidación. Radica en el Banco de España, adonde todas las entidades enviarán comunicación con el resultado neto de sus intercambios, con el fin de que el Banco de España proceda a la liquidación y asiento en la cuenta de tesorería.

¿Cómo ha transcurrido el proceso?

Desde marzo de 1988, fecha en la que se crea la Comisión Asesora del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, hasta marzo de 1990, en que el SNCE inicia oficialmente su funcionamiento con la liquidación del primero de los subsistemas (cheques y pagarés de cuenta corriente), transcurre un intenso proceso de trabajo y cooperación entre las entidades y el Banco de España, del que, muy brevemente, cabe subrayar:

a) La actividad de la Comisión Asesora (representantes del Consejo Superior Bancario, Confederación Española de Cajas de Ahorros, Caja Postal, Crédito Oficial, Banco de España), verdadero órgano rector del sistema que, mediante la constitución de un conjunto de grupos de trabajo, desarrolla su actividad tratando, por un lado, de homogeneizar todas las dispersas normas de intercambio elaboradas por la colaboración de las entidades

y que, provisionalmente, han sido homologadas como «normas del Sistema», y elaborando, por otro, las normas de liquidación de los diferentes subsistemas y las correspondientes a la infraestructura básica de todo el Sistema (criptografía, seguridad, protocolo único de comunicaciones, etcétera).

b) Al tiempo, la Comisión ha venido dando de alta, después de que han superado los requisitos señalados por el Reglamento, como miembros del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, a las entidades privadas. En este momento, son ya miembros del Sistema el 38 por 100 de los bancos y el 100 por 100 de las cajas.

c) En febrero de 1989 se inició la fase experimental de intercambio y compensación de cheques mediante interconexión de ordenadores. Fase que ha terminado en noviembre de 1989, y en la que participan, sin problemas dignos de mención, 18 entidades asociadas, que pronto serán 21.

¿Sobre qué realidad se aplica el Sistema?

A través del conjunto de subsistemas —cheques y pagarés, cheques carburante, transferencias, recibos, efectos de comercio—, se han compensado en el período enero-agosto de 1990 un total de 375 millones de operaciones, por un valor de 82 billones de pesetas.

El 70 por 100 de este valor corresponde al subsistema de pagarés y cheques, que es el que está más avanzado dentro del SNCE. Existen en este momento tres vías para realizar la compensación: interconexión de ordenadores, cámaras y soporte magnético; pues bien, siguiendo dentro del subsistema de cheques, la interconexión de ordenadores representó la vía utilizada para el intercambio del 46 por 100 de las operaciones en el mes de marzo pasado.

En este momento, participan en el Sistema, mediante interconexión de ordenadores, 18 entidades, y 3 más se encuentran en estos momentos realizando las pruebas necesarias para tener acceso a él, con lo cual, pronto serán 21 las entidades que participen como asociadas. Lógicamente, cabe pensar que no muchas más entidades actuarán en el Sistema como asociadas —lo que implica un grado de compromiso y de desarrollo tecnológico muy elevado—, y la mayoría de las restantes lo harán como representadas. Actualmente, están inscritos: 53 bancos (19 asociados y 34 representados); 69 cajas, la totalidad (7 asociadas y 62 representadas), la Caja Postal y ninguna entidad oficial de crédito ni cooperativa.

Así, pues, en marzo de 1990, con el comienzo de la liquidación del primero de los subsistemas, se ha iniciado un proceso de extraordinaria complejidad; proceso interdisciplinar que sólo ha podido avanzar gracias a la colaboración de las entidades, y que cambiará las características básicas de nuestro sistema de pagos.

• Próximos a cumplirse los quince años de funcionamiento del *Servicio Telefónico del Mercado de Dinero*, no es exagerado decir que ha constituido una pieza clave en el desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública anotada, así como en la gestión de tesorería de las entidades y en la instrumentación de la política monetaria.

Con características diferenciales respecto a los sistemas vigentes en otros países, el STMD es un sistema de comunicación, compensación y liquidación de pagos. Esta especificidad radica en el hecho de que el STMD reúne en una sola institución las funciones de una red de grandes pagos (a la que accede un número muy amplio de entidades financieras), las de un mecanismo de compensación y liquidación de los mercados interbancarios de depósitos y deuda pública, la función reguladora de la negociación y ejecutoria de las órdenes comunicadas en su ámbito, y las de elaboración y difusión de la información, tanto a nivel individual como agregado.

Así, pues, se ha configurado un mecanismo con alto nivel de concentración, en el que el Banco de España asume directamente la liquidación de la parte más sustancial de los mercados financieros e incurre en riesgos frente a un número considerable de instituciones.

Los rasgos operativos más sobresalientes del Sistema son los siguientes:

1. Elevado número de entidades que tienen acceso a él —297 en estos momentos—; entidades que, además, tienen un carácter heterogéneo y con diferentes grados de solvencia.
2. La comunicación telefónica ha sido la habitual, pero en estos momentos la utilización del fax es mayoritaria, de tal forma que el 70 por 100 de las órdenes se canalizan por esta vía.
3. El Sistema recibe una media diaria de 7.000 comunicaciones, teniendo en cuenta únicamente el mercado interbancario de depósitos, deuda y transferencia de valores. El volumen total de las operaciones cruzadas ha crecido aceleradamente en el último año, alcanzando una media diaria próxima a los dos billones de pesetas.
4. Además de las operaciones mencionadas

antes, también se liquidan a través del Sistema las subastas de certificados, las liquidaciones de Bolsa, *Espaclear*, futuros, opciones, etcétera.

Esta concentración hace que el proceso de cierre de las operaciones del Banco sea delicado y haya que tener un cuidado extremo en la resolución de incidencias, para evitar cadenas de incumplimiento que puedan transmitir la sensación de inseguridad del Sistema.

En este sentido, la colaboración de las entidades sigue siendo decisiva para tratar de agilizar los procesos y evitar atrasos que, en el caso de producirse incidencias, hacen que su solución sea mucho más complicada. Este retraso sistemático en el envío de la información ha sido uno de los principales problemas con que se ha enfrentado el Sistema. Ello, junto al acelerado crecimiento del número de operaciones, ha llevado a adoptar algunas medidas que permitan resolver una situación transitoria, en tanto se elaboran otras más definitivas, pero de establecimiento más lento.

Aunque el Sistema ha funcionado razonablemente bien, dadas las características descritas, no se puede decir que sea perfecto ni que esté exento de incidencias. Preocupan muy esencialmente los temas relacionados por la aparición de incidencias y sus repercusiones, no tanto para una institución aislada como para el conjunto del Sistema; por ello, en las últimas medidas adoptadas, se ha intentado clarificar al máximo las condiciones en que el Sistema debe funcionar y se ha elevado el rango normativo de la sesión de resolución de incidencias. Al mismo tiempo, se ha abierto una sesión de tarde para la comunicación de operaciones, y para las transacciones con particulares se ha introducido el desplazamiento de un día hábil entre la fecha de comunicación a la Central y la de ejecución de las operaciones con letras de valor inferior a 50 millones. Se ha procedido a autorizar, con determinadas cautelas (1.500 millones de garantía en letras o deuda), la realización de transferencias interbancarias y la eliminación del diferimiento para aquellas entidades que no sean gestoras (que no lo tenían antes).

De los dos sistemas de pagos mencionados, creo que en este momento tiene más interés detenernos en la previsible evolución futura del STMD.

En efecto, se ha mencionado antes la evolución y el crecimiento de la actividad del STMD, y tiene interés que analicemos ahora cuáles son las líneas inmediatas por las que va transcurrir su desarrollo. Todas las transformaciones, tanto en este tema como en el de cuenta única, que también

mencionaré, se enmarcan en el problema más general de los riesgos en los sistemas de pagos.

El Banco de España está asumiendo, a través del STMD, la liquidación de una parte sustancial de los mercados financieros de nuestro país y, a causa de ello, está asumiendo unos riesgos importantes. Por esto, antes de analizar los problemas concretos, me gustaría comentar algo sobre el problema general.

El sistema de pagos más próximo al ideal debería reunir un conjunto de características tanto operacionales como estructurales. Entre las primeras, habría que tener en cuenta: *a)* que el sistema debe ser diseñado sin perder de vista la posibilidad de incidencias; *b)* que debe estar basado en una información *on-line* en tiempo real, y *c)* que los flujos de papel sean reducidos al mínimo o desaparezcan completamente.

Junto a ellas, existe un conjunto de características estructurales que los sistemas debían reunir en la mayor medida posible. Entre éstas, cabría mencionar:

- Una muy clara y precisa definición de los requisitos y nivel necesarios para entrar. Fuerte base de capital, buena situación financiera, niveles profesionales altamente competentes y facilidad demostrada para acceder a fuentes rápidas de liquidez en caso necesario son algunos de los componentes que deberán ser tenidos en cuenta a la hora de admitir a una entidad en el Sistema.
- Una igualmente clara definición de las reglas, obligaciones y derechos de cada uno de los participantes.
- Acceso garantizado al conocimiento de la posición intradía y limitaciones a los descubiertos. Esto implica un sistema de información, en ambas direcciones, en tiempo real.
- En caso de convivencia de varios sistemas de pago, establecer sistemas que permitan limitar el riesgo de un participante en el conjunto de todos ellos.

Sólo un sistema que reuniera todas estas características teóricas podría lograr que los pagos que fluyen a través de él tengan un carácter definitivo. Todos los sistemas que están funcionando en los diferentes países se han planteado un triple dilema:

- grado de firmeza en los pagos,
- límite en el número de entidades asociadas y
- restricciones cuantitativas o de otro tipo.

Las soluciones han sido bien distintas, y condicionadas tanto por el grado de desarrollo tecnológico alcanzado como por factores históricos e institucionales. Así, hay sistemas de pagos en los que éstos son firmes e irrevocables; por ejemplo, los de Gran Bretaña y Estados Unidos, países en los que la irrevocabilidad se une a una fuerte limitación en el número de bancos privados con los que el banco central actúa (caso de Gran Bretaña), o está complementada con un seguimiento intradía en tiempo real, y con limitaciones cuantitativas de riesgos muy estrictas y periódicamente revisadas (*Fedwire*). En este último caso, se está estudiando la posibilidad de aplicar un precio a los descubiertos.

Cada vez cobra más cuerpo la idea de que los riesgos de liquidación que pueden conducir a riesgos del Sistema están acentuados por el hecho de que las entidades que participan están disfrutando a lo largo del día de un crédito a coste cero, y esto inevitablemente condiciona el rigor con el que se enfrentan a los posibles problemas que acaecen en el sistema de pagos.

Existen otros sistemas de pagos en los que éstos tienen un carácter provisional: los de Francia, Alemania, Italia y España. Las características de nuestro sistema —relativo retraso tecnológico, multiplicidad de instituciones participantes con diferentes niveles de solvencia, etc.— hacen que en la última circular, que ha modificado algunos aspectos del STMD, se haya reafirmado este carácter de provisionalidad. Hay que decir, no obstante, que a pesar del crecimiento en la actividad del Sistema y de la existencia de sobresaltos con más frecuencia de lo deseable, todo ha funcionado al final de forma bastante satisfactoria. Quiero recalcar, no obstante, que este «al final» es lo que habría que eliminar, y para ello la colaboración de las entidades es decisiva. Por parte del Banco, junto a las medidas de cambio que se están tratando de implantar —tendientes todas ellas a la reducción de riesgos y a lograr un funcionamiento más flexible del Sistema—, hay una disposición a endurecer lo que haga falta la relación con aquellos participantes que, de una manera reiterada, plantean situaciones generadoras de riesgo porque han internalizado la idea de que «al final» todo se arregla.

Quizá algunas cifras, relativas al mercado interbancario de depósitos, ayuden a hacerse una idea parcial de los riesgos mencionados. El mercado de depósitos negocia diariamente unas 400 operaciones, por un volumen global de un billón de pesetas, lo que hace un volumen medio por operación de 2.500 millones. La mayor parte de estas operacio-

nes —el 90 por 100— son día a día, y por ello los riesgos de cada día, al tener que renovarse operaciones al tiempo que se conciertan otras nuevas, pueden estar próximos a los dos billones. Efectivamente, cada día debe liquidarse el principal más los intereses de la operación que vence, y a ello hay que añadir el principal de la nueva operación; como decía antes, aproximadamente dos billones.

Pero tan importante como esto es considerar el hecho de que las operaciones vivas están creciendo aceleradamente, de tal forma que, hoy en día, el riesgo global del Sistema (saldo vivo de operaciones) supera los cuatro billones de pesetas. Piénsese lo que puede suponer que, por cualquier circunstancia, alguna entidad deje de cumplir sus obligaciones de liquidación. El efecto no se circunscribiría, con toda seguridad, sólo al mercado de depósitos, sino que afectaría a los otros mercados liquidados a través del STMD.

La reciente reducción del coeficiente de caja, al reducir los saldos medios que mantienen las entidades en cuenta, ha incrementado el grado de riesgo. Por ello, y en tanto se desarrollen las medidas que permitan perfeccionar el Sistema, el Banco debe mantener el máximo rigor en el funcionamiento de éste y en la admisión de nuevas entidades.

Así, pues, con las reformas inmediatas y las que puedan venir posteriormente, se trata básicamente de aumentar los mecanismos de control y seguimiento interno de las entidades respecto a riesgo intradía. El objetivo final sería dotar a los pagos de la mayor firmeza posible, y que las entidades participantes asuman los riesgos en que incurran y adopten mecanismos de limitación de éstos. El reconocimiento explícito de los riesgos que una entidad está dispuesta a asumir frente a otra es un elemento fundamental no sólo para este tema, sino para la transparencia de los mercados financieros en general.

Descendiendo del nivel de generalidad anterior, mencionaré ahora algo acerca del desarrollo del STMD y de la implantación de la cuenta única.

En la primera parte, se mencionó un conjunto de transformaciones en la regulación y funcionamiento del STMD que habían contribuido a lograr un funcionamiento más eficaz de éste.

No obstante, las medidas analizadas, aunque han contribuido a aliviar la situación, no implican una solución definitiva. El auténtico avance del Sistema se articulará en torno a la interconexión de los ordenadores del Banco y de las entidades.

En efecto, con objeto de agilizar la entrada de órdenes que diariamente son comunicadas al

STMD, así como los procesos de resolución de incidencias, se está desarrollando un proyecto consistente en la instalación de terminales del Banco de España en las entidades más operativas. Esto se hará de una manera gradual y producirá los siguientes cambios:

En primer lugar, las entidades que cuenten con dicha terminal incorporarán, a través de ella, previa identificación, las *órdenes* que actualmente entran por *fax* o teléfono. Al mismo tiempo, podrán consultar el *estado* en que se encuentran las mismas, así como el de las que les comuniquen sus contrapartidas. Este sistema permitirá que, sobre la marcha, se puedan ir resolviendo las incidencias y adelantar el período de cierre de los mercados. Puede permitir un control de los *descubiertos intradía*, que, una vez generalizado, permitirá condicionar la ejecución, e incluso la entrada, de órdenes al cumplimiento de los requisitos y garantías que se establezcan. Será posible, igualmente, la *difusión de la información* en el curso de la sesión, lo que redundará en favor de la transparencia e interconexión de los mercados.

El procedimiento de consulta permitirá realizar un seguimiento del saldo de la cuenta de Tesorería durante el transcurso de cada sesión, así como de cada una de las cuentas corrientes ordinarias que tenga la entidad. En este último caso, la información se limitará al saldo en el momento de realizar la consulta, sin mayores detalles, que, en cualquier caso, serán facilitados por el procedimiento actualmente vigente.

La fecha de implantación de este procedimiento, que en todo caso se llevará a cabo de manera gradual, tanto por el número de entidades que podrán incorporarse como por las facilidades de consulta, está prevista para marzo de 1991.

El establecimiento de las facilidades operativas antes mencionadas constituye un paso necesario e imprescindible antes de que se produzca la implantación de la «cuenta única» con carácter general. Entre tanto, será necesario proceder, a partir de la última parte de este año, a una implantación gradual, tomando en consideración diferentes elementos que serán posteriormente comentados.

En estos momentos, la estructura de cuentas está formada por las cuentas de Tesorería y las cuentas corrientes ordinarias. Los bancos tienen una cuenta de Tesorería y varias cuentas corrientes. Los grandes bancos suelen tener una cuenta corriente en cada una de las sucursales del Banco de España —cincuenta cuentas aproximadamente—, los bancos pequeños y los extranjeros, ade-

más de la cuenta de Tesorería, suelen tener un par de cuentas corrientes. Por su parte, las cajas de ahorros (76 entidades) son titulares de 440 cuentas corrientes, y las 110 cooperativas son titulares de 31 cuentas de Tesorería, y todas ellas poseen, al menos, una cuenta corriente.

La *cuenta de Tesorería* se creó en 1987 con el fin de separar de las cuentas corrientes ordinarias todos los movimientos de fondos que tienen su origen en los mercados organizados, no sólo interbancario y de deuda, sino también todos aquellos —pagarés privados, bolsas, cámaras de compensación, futuros, opciones, SNCE, etc.— que actualmente se liquidan a través del STMD. Son cuentas que se movilizan mediante órdenes telefónicas o de *fax*, y muy pronto mediante órdenes teleprocesadas, y su contrapartida sólo puede ser una cuenta de Tesorería de otra entidad o una cuenta corriente de la misma entidad. Quizá lo más importante es destacar que se trata de cuentas que, con un elevado volumen de rotación de fondos, carecen de saldo significativo a lo largo del día.

Por su parte, las *cuentas corrientes* son cuentas tradicionales, movilizables mediante cheques o transferencias. Con la excepción de la de Madrid —que recoge movimientos procedentes de mercados de trámites de normalización—, son cuentas cuyos movimientos surgen de las operaciones de las oficinas bancarias relacionadas con transacciones de la clientela. Una característica básica es que precisan de la existencia de saldo previo para poder cursar cualquier orden de adeudo sobre ellas.

La existencia de este doble esquema de cuentas presenta, como es obvio, algunas limitaciones de coste y de funcionamiento para la gestión de una tesorería integrada que tratase de minimizar los costes para cualquier entidad.

Con ser esto cierto, no lo es menos el hecho de que la implantación de la cuenta única conduce de nuevo al problema de los saldos mínimos de liquidez y los riesgos del sistema de pagos. En efecto, la implantación de la cuenta única, al integrar los saldos de las cuentas corrientes —que quedarían como cuentas diurnas— al final del día con la cuenta de Tesorería, elimina —salvo por la exigencia del coeficiente de caja, pero éste es otro problema— todas las restricciones ahora existentes para la minimización de saldos en el Banco de España. Al permitir que las entidades giren en descubierto contra la cuenta de Tesorería, abonando las cuentas corrientes y barriendo los saldos al final del día, se hace desaparecer la existencia de un saldo pre-

vio necesario, y el Banco de España debería soportar a lo largo del día todos los descubiertos.

En cuanto las facilidades operativas se establecieran —y la cuenta única no es sino el paradigma de todas ellas— la tendencia a mantener saldos de liquidez cercanos a cero se haría muy fuerte. En estas condiciones, sólo las restricciones legales —la existencia de un coeficiente de caja elevado— impedirán una reducción de saldos peligrosa para el Sistema. Por ello, es necesario que, previamente al establecimiento pleno de la cuenta única, estén en funcionamiento algunos de los desarrollos mencionados anteriormente: monitorización del STMD, controles intradía, información *on-line*, etcétera.

Entre tanto, será necesario proceder a su implantación gradual, en la que la consideración caso por

caso será imprescindible. Para ello, podrá manejarse un conjunto de criterios, entre los que podrían figurar, en una enumeración no exhaustiva ni excluyente, el número de cuentas corrientes, los activos de caja mantenidos en determinados períodos, la posible existencia de segundas líneas de liquidez, las historias de posibles incidencias en las liquidaciones, etcétera.

NOTA

(*) En el presente artículo está incorporado todo el material proporcionado por las personas de la Oficina de Operaciones involucradas en las áreas tratadas. Son también, en parte, autores del mismo y han facilitado mi trabajo enormemente. Quiero dejar constancia aquí de mi agradecimiento.

LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA EN EL SME

Luis A. LERENA

INTRODUCCION

El 19 de junio de 1989 la peseta entró en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. El efecto inmediato fue el reforzamiento de nuestra moneda, al quedar eliminadas las expectativas de depreciación. Los tipos de interés del mercado español se mantuvieron hasta las elecciones de octubre de ese año, pese a las tentativas alcistas de los mercados exteriores. Una cierta presión especulativa contra la peseta fue abortada por el Banco de España, que hace ya uso de dos razonamientos: por una parte, el riesgo de falta de financiación del déficit por cuenta corriente, y en segundo lugar, y esto es más importante, el efecto inflacionista de la depreciación. Las autoridades monetarias, a partir de entonces, consideran esencial el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta sin depreciación, porque desean hacer uso de la política de tipos de cambio como un instrumento para la lucha contra la inflación, objetivo que ha alcanzado una importancia primordial una vez que España se encuentra incorporada al Sistema Monetario Europeo (SME).

Esta incorporación obligaba a profundos cambios en el esquema de la política económica y, por tanto, de la política monetaria. El mantenimiento de un tipo de cambio determinado de la peseta era ahora una obligación impuesta y definida claramente por las bandas del SME. Al contrario que en la situación anterior, en la que la dirección de la política de tipos de interés —y las consiguientes tendencias de estabilidad o depreciación-apreciación de la peseta— era discrecional por parte de la autoridad monetaria, la fijeza y la determinación precisa del objetivo del tipo de cambio obliga a instrumentar una política económica adecuada para el logro de tal objetivo. En ese sentido, sólo la política monetaria puede servir para la consecución

de los objetivos de tipo de cambio y, en general, de mantenimiento del equilibrio externo. Las otras políticas económicas —fiscal o de rentas— han de volcar su acción en el equilibrio interno. Los campos y los límites de actuación de la política monetaria se acotan con gran precisión.

La realidad ha sido muy distinta en el caso español. Como es sabido, la política fiscal y la de rentas no han sido puestas en práctica de forma efectiva. Por tanto, la política monetaria ha quedado como único instrumento para el logro del equilibrio interno y externo, es decir, para frenar la inflación, mantener el ritmo de la actividad económica interna y, finalmente, lograr el equilibrio del sector exterior. El logro de tres objetivos con una sola política resulta absolutamente imposible y contraproducente. De ahí los resultados que se han obtenido en la economía española.

EL CONFLICTO EQUILIBRIO INTERNO vs. EXTERNO

Dos son los objetivos que las autoridades económicas españolas parecen haber asignado a la política monetaria en su vertiente del equilibrio interno: la lucha contra la inflación y el freno de la actividad. En el objetivo de *lucha contra la inflación*, la autoridad monetaria española ha optado decididamente por considerar como único instrumento de lucha la política monetaria. Como el propio Banco de España ha reconocido, la forma de actuar de la política monetaria, una vez que España se incorporó al SME, es la revaluación o apreciación de la peseta, que produce un efecto antiinflacionista al reducir los precios de los productos importados.

Esta utilización de la política monetaria ha tenido dos consecuencias. En primer lugar, ha significado,

de hecho, el reconocimiento de la imposibilidad de utilizar otras políticas. Así, prácticamente, no ha habido ningún intento de utilizar una política de oferta que mejorara la competitividad de ciertos sectores productivos o las condiciones de la oferta, de forma que se redujeran las tensiones inflacionistas. No hay actuaciones sensibles de mejora de la competencia en los mercados, ni siquiera hay una política racional de tarifas o precios públicos, con lo cual la propia actuación del sector público ha contribuido a incrementar la inflación, agudizando la necesidad de mayor energía en el uso de la política monetaria. Como resultado de todo ello, se mantiene una inflación estructural, o subyacente, elevada, que deriva, especialmente, del mantenimiento de ciertos precios del sector servicios con persistentes tensiones inflacionistas. Generalmente, tales precios corresponden a sectores con acusada falta de competencia en sus mercados. Adicionalmente, la elevación de ciertos precios industriales no sujetos a la competencia del sector exterior, y por tanto no afectados por las variaciones del tipo de cambio, ha jugado un papel importante. Ello explica el mantenimiento persistente de esa inflación subyacente, que difícilmente puede verse afectada por la política del tipo de cambio al tratarse de bienes «no comerciados», es decir, sin competencia de los mercados externos.

La utilización descrita de la política monetaria implica que las autoridades han decidido utilizar las «virtudes» de la apreciación de la peseta, olvidando sus vicios. En efecto, la apreciación de la peseta, por una parte, produce una pérdida de competitividad —su «vicio»— pero, por otra, produce un efecto estabilizador de precios, al abaratar las importaciones. Es viejo el conflicto entre ambos efectos en ciertos países con tan conocida tradición estabilizadora como Alemania y Suiza —conflicto que allí nunca se saldó— con olvido pleno de los peligros que entraña el debilitamiento de la posición competitiva. En el caso español, y a partir de 1989, nuestras autoridades han predicado ciegamente las virtudes estabilizadoras y han despreciado totalmente los «vicios», o efectos indeseables, producidos por el efecto negativo de la apreciación sobre la competitividad. Esta defensa a ultranza de las virtudes estabilizadoras del tipo de cambio, y el desprecio absoluto del efecto de deterioro de la competitividad que resulta, no se ha profesado por ningún otro gobierno. Como consecuencia, se ha producido una pérdida persistente de competitividad que no puede ser negada, y cuyos efectos difícilmente pueden ser considerados pasajeros. Esa evolución conduce a una situación de inferioridad a muchos sectores productivos —exportadores y no exportadores—, con lo cual

ha de producirse una reasignación de los recursos productivos de efectos duraderos y de difícil corrección. No hay que olvidar que situaciones parecidas han producido en otros países efectos sensibles de desindustrialización.

Pero, además, la política monetaria es capaz de frenar la actividad económica y la demanda, con lo cual pueden reducirse o limitarse las tensiones inflacionistas. Normalmente, sin embargo, corresponde a la política de rentas y a la política fiscal el freno de la demanda. Con ellas, se podría hacer una política selectiva en la que se frenara más el consumo que la inversión y no se deterioraran las expectativas inversoras. Desgraciadamente, la utilización de la política monetaria es incompatible con cualquier intento selectivo y, lo que es peor, se afecta mucho más a la inversión que al consumo. De hecho, como se ha demostrado hasta la saciedad, las decisiones de consumo de los agentes económicos españoles dependen mucho más de sus expectativas de renta futura que de la disponibilidad de financiación. De aquí el escaso éxito de la política de freno crediticio para reducir el consumo. En todo caso, cuando las autoridades españolas se empeñan en reducir el consumo, se ven obligadas a apuntalar la política monetaria con el racionamiento del crédito, para hacerla operativa ante los escasos efectos de los elevados tipos de interés. Y, para aislar la acción monetaria de los mercados exteriores, tienen que establecer un depósito obligatorio del 30 por 100 a las entradas de capitales.

Pero ni aun así la política monetaria se muestra totalmente efectiva. La innovación financiera sigue funcionando en ese entorno intervencionista, y permite un desarrollo puntual del mercado de pagarés de empresa, con lo que se burla el racionamiento del crédito por las empresas que tienen acceso a tal mercado (que no son, forzosamente, las más interesantes desde un punto de vista de la economía global del país). Por otra parte, el depósito previo empieza a dar señales de insuficiencia en cuanto a su capacidad para frenar con éxito las entradas exteriores de capital en forma de crédito. En definitiva, la política monetaria sólo puede frenar la actividad con una utilización excesivamente intensa, que produce efectos graves sobre la actividad económica, y especialmente sobre la inversión, con repercusiones, otra vez, en el futuro proceso de crecimiento económico y con consecuencias totalmente indeseables. Esta es una experiencia que claramente está viviendo la economía española.

En un marco racional, y tras nuestra entrada en el SME, la política monetaria debiera haber limitado

sus objetivos al logro del equilibrio del sector exterior. En este sentido, la política económica española ha sufrido, forzosamente, y con nuestra pertenencia al SME, un nuevo cambio. Del desprecio obligado a los tipos de interés, que caracterizó la formulación inicial de nuestro modelo de política monetaria, se ha pasado a considerarlos como la variable clave. Se sigue manteniendo el objetivo de crecimiento de las magnitudes monetarias, en concreto, de los ALP. Sin embargo, lo que verdaderamente preocupa en estos momentos a la autoridad monetaria es el nivel de tipos de interés; de ahí sus repetidas intervenciones para mantenerlo estable o alterarlo en las direcciones que quiere. Los avisos a los agentes económicos se producen ahora mediante los retoques en los tipos de interés y no en las magnitudes monetarias. El tipo de interés, en efecto, se convierte en el factor clave para la fijación del tipo de cambio y el mantenimiento de la obligación que exige el SME.

El uso de la restricción del crédito, y el enrarecimiento del mercado de fondos prestables que ocasiona, favorece al mantenimiento de altos tipos de interés. Con ello, se ha producido lo que el Bundesbank ha llamado la paradoja del SME: los países más débiles del Sistema tienen, en cambio, las monedas más fuertes. Ello sucede con Italia y España de una manera especial. La razón no es otra que esa utilización excesiva de la política monetaria, que produce unos niveles de tipos de interés totalmente distorsionados.

LA POLÍTICA MONETARIA EN 1991

Como puede apreciarse, la política económica española ha hecho gala de una notable variabilidad en objetivos e instrumentos. Así lo refleja el cambio en los objetivos. Un breve recorrido histórico muestra cómo la política económica se ha propuesto sucesiva, alternativa o simultáneamente, según el período analizado, el control de la inflación, la reanimación de la actividad económica, el freno de la actividad económica, el mantenimiento de un tipo de cambio determinado, la financiación de los déficit de balanza de pagos o la eliminación de superávit indesables. Es casi seguro que la política monetaria resulta adecuada para algunas de estas finalidades; lo que es más difícil es que resulte adecuada para todas ellas y, desde luego, para conseguir más de un objetivo al tiempo sin que hagan aparición las contradicciones entre los propios objetivos o entre los instrumentos y los objetivos. La variabilidad se da, asimismo, en los instrumentos utilizados. La política monetaria española

se inició usando como variable objetivo la M3, para pasar después a aceptar todos los activos líquidos en manos del público y, en la época final, reducir a un segundo término la evolución de las magnitudes monetarias y fijarse mucho más en los tipos de interés y en el volumen de crédito.

Además, la política monetaria española no ha dudado en utilizar instrumentos claramente heterodoxos, contrarios a la esencia del mercado, que, según sus fundadores, debía caracterizar la política monetaria de nuestra autoridad. Ahí está la utilización de los coeficientes bancarios y, en época más reciente, la utilización del racionamiento del crédito, que es lo más opuesto a una política monetaria del tipo que el Banco de España, o los mentores de la política monetaria española, pretendían implantar en nuestro país. La heterodoxia es clara cuando no sólo se persiguen simultáneamente varios objetivos de equilibrio interno y externo, sino que además se hace con la política monetaria como único instrumento de política económica. Por todo ello, no resulta extraño que la política monetaria haya sido acusada de activista y perturbadora para la actividad económica. Tampoco resulta extraño que, como consecuencia de tal activismo, no se hayan logrado, muchas veces, los objetivos que se proponían. En el futuro inmediato, la política monetaria deja una herencia que no va a ser fácil de eliminar. Así lo refleja el difícil y gravoso calendario que ha habido que montar para el desmantelamiento de los coeficientes bancarios. Lo mismo sucede con la desaparición de las restricciones de crédito o la problemática suspensión del depósito previo del 30 por 100.

Ha habido, pues, una necesaria improvisación en la política monetaria en los últimos años, lo que implica que no se pueda excluir que en 1991 haya que acudir otra vez a soluciones mágicas y en contradicción con lo que debe ser la política monetaria española. De forma que la predicción para este año resulta, en todo caso, dificultada por ese carácter de sorpresa en los fines y en los instrumentos que acompañan a nuestra política monetaria.

Sin embargo, aparece por ahora con cierta claridad que las autoridades monetarias españolas están dispuestas a agotar todos los efectos esperables de la política monetaria que se está siguiendo. La política monetaria está, en efecto, enfriando la economía, cumpliendo así el objetivo marcado por las autoridades monetarias. Ante la insuficiencia de la acción de la política fiscal o de la política de rentas en 1991, nuestras autoridades parecen decididas a utilizar exclusivamente la política monetaria, sin preocuparse en exceso por sus efectos

sobre el empleo, el nivel de actividad o el tipo de cambio de la peseta. La política monetaria se agotará hasta el final.

Lo que las autoridades esperan es que la política monetaria, así aplicada, conduzca a la economía española a un enfriamiento que, desde luego, puede llegar a una recesión. Confían, sin duda, en que serán capaces de prever, en su momento, la recesión y evitarla una vez que la actividad económica se haya debilitado. En tal punto, la política monetaria experimentará un ablandamiento, y sólo a partir de ese momento es de esperar que los tipos de interés de la economía española desciendan y que la restricción del crédito se levante totalmente para reactivar la economía, evitando que caiga en la recesión. De esta manera, la inflación, y especialmente su componente subyacente, se verá frenada por la caída de la demanda y, consiguientemente,

por el incremento del nivel de paro y las menores presiones salariales. El grave problema de esta política consiste en la dificultad de realizar un «ajuste fino» y en la necesidad de acertar exactamente el momento adecuado en el que hay que proceder al cambio de dirección de la política económica. Si la autoridades aciertan, el escenario será, más o menos, el descrito. Si no aciertan, la posibilidad de una recesión se agravará, y los hechos descritos —baja de tipos de interés, aligeramiento de las tensiones en el mercado de crédito— se producirán con más intensidad, más tarde y con efectos inapreciables.

Naturalmente, la situación parte de un escenario en el que se excluye la existencia de un conflicto bélico de consecuencias graves. Realizar previsiones en otro escenario bélico diferente es algo que se sale de la tarea del economista.

ESTADO DE LA INTEGRACION ECONOMICA Y MONETARIA EN EUROPA

Juan PEREZ-CAMPANERO

Desde el Informe Werner, de 1970, sobre la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa hasta las conferencias intergubernamentales sobre la Unión Política y sobre la UEM iniciadas el pasado diciembre, y que siguen su curso actualmente, ha llovido mucho y han pasado muchas cosas. Algunos de los hitos principales del proceso de integración han sido la incorporación de nuevos países a los seis miembros iniciales (Gran Bretaña, Irlanda y Dinamarca en 1973, Grecia en 1984, España y Portugal en 1986), la creación del Sistema Monetario Europeo en 1979, la entrada en vigor del Acta Única en 1987, y la unificación alemana en 1990.

Si las cosas siguen su curso, los europeos entraremos en el siglo XXI con un mercado único de bienes, servicios y factores de producción, y con una única moneda. Seremos uno de los tres grandes bloques económicos y monetarios del mundo (junto al bloque americano y al bloque del Pacífico). Además, tendremos nuevas instituciones federales europeas, con competencias sobre algunos aspectos de las políticas económica, exterior y de defensa.

La Europa en construcción va a configurarse probablemente como una «Europa a la carta», de «geometría variable», con distintos países participando en distinto grado de las instituciones y políticas federales según sus preferencias o necesidades. Y va a ser también una «gran Europa», que incorpore a los países del área de la EFTA y a los países del este de Europa.

Los debates sobre la UEM (dejando a un lado los temas relativos a la unión política y al reparto de sedes de instituciones comunitarias) se articulan en torno a dos ejes:

- 1) Las conferencias intergubernamentales.
- 2) La revisión del Presupuesto Comunitario para el quinquenio 1993-1997.

La posición de España sobre estos temas está contenida en las propuestas presentadas a las conferencias intergubernamentales en curso:

1) La propuesta titulada *The ECU and the ESCB during stage two* (que llamaremos *Propuesta Monetaria*), fechada el 24 de enero de 1991 (1), y que elabora algunas de las ideas del anterior informe, *Staying the course* (2), presentado por el Ministro de Economía español al ECOFIN (Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la CEE) en aclaración de la propuesta presentada al propio ECOFIN en su reunión de Roma el 8 de septiembre de 1990.

2) La propuesta titulada *La cohesión económica y social en la Unión Política, Económica y Monetaria: el punto de vista español* (que llamaremos *Propuesta Económica*), fechada el 3 de marzo de 1991 (3). El 8 de mayo se presentó otra propuesta que concreta estas ideas en la terminología jurídica del Tratado (4).

La *Propuesta Monetaria* ofrece una solución técnicamente acertada y un compromiso político entre las posiciones de los distintos países en litigio, al tiempo que defiende la posición española de evitar la cristalización de una «Europa de dos velocidades», y fue muy bien recibida en Europa. La resolución del Consejo Europeo de Roma de 28 de octubre de 1990 (que ha adquirido la fuerza de un «cuasi-tratado») recoge, en gran parte, esta solución española de compromiso. Algunas de las ideas principales de la *Propuesta Monetaria* son el fortalecimiento del ecu, de forma que, al tiempo

que se conserve la definición basada en la cesta de monedas comunitarias, se impida que se devalúe frente a las monedas integrantes; la creación de una institución monetaria europea independiente, operativa desde el comienzo de la etapa II, y el comienzo de la etapa II en 1994.

La *Propuesta Económica* enlaza con el proceso de revisión del Presupuesto Comunitario que se ha de abrir en breve, y recoge las más sentidas aspiraciones españolas en cuanto al papel y estructura del presupuesto comunitario. Este es raquítico en cuanto a su volumen. Su estructura de ingresos se considera regresiva, al basarse fundamentalmente en el IVA (introduciendo un sesgo contra la consumista España), por lo que se propone basarlo en un índice de prosperidad relativa. Su estructura de gastos también se considera regresiva, pues se dedica fundamentalmente a la política agraria común (que beneficia con incentivos antimercaado a los agricultores centroeuropeos) y a gastos de I & D (que benefician a los grandes laboratorios europeos). En consecuencia, se propone un mayor papel de los fondos regionales y el desempeño de funciones de estabilización macroeconómica. La propuesta incluye un Fondo de Compensación Interestatal. La filosofía de la propuesta es la de la necesidad de mantener la cohesión económica y social en la Comunidad, igualando los niveles de partida en cuanto a capital físico y humano e in-

fraestructuras. La *Propuesta Económica* ha sido apoyada por los países pobres de la Comunidad, pero muy mal recibida por la Comisión y el resto de los países europeos. No obstante, el gobierno español ha mantenido hasta el momento una firme posición negociadora y amenazado con bloquear la firma de los tratados si no se incorporan nuestras posiciones.

Se han tratado de sintetizar los elementos más esenciales de esta problemática en los cuadros que siguen. El cuadro núm. 1 recoge los principales hitos del proceso de integración económica y monetaria a partir del Informe Delors. El cuadro número 2 presenta algunos de los puntos de discordia actualmente en discusión en las conferencias intergubernamentales (y fuera de ellas). Y el cuadro número 3 resume el estado actual de la «geografía comunitaria».

NOTAS

(1) Reproducida en el libro *España ante la Unión Económica y Monetaria en Europa*, FEDEA, 1991.

(2) Publicado en su versión española con el título: «Manteniendo el rumbo», en el *Boletín Económico del Banco de España*, octubre de 1990.

(3) Reproducida asimismo en el mencionado volumen *España ante la Unión Económica y Monetaria en Europa*.

(4) *Ibidem*.

CUADRO NUM. 1 LA INTEGRACION MONETARIA EUROPEA: CRONOLOGIA RECIENTE

Fecha	Suceso	Fecha	Suceso
Abril 1989	Presentación del <i>Informe Delors</i> sobre la Unión Económica y Monetaria en Europa (UEM).	20 junio 1990	Propuesta del ministro de Hacienda británico <i>EMU Beyond Stage One</i> , basada en un «ecu duro» (que nunca se devalúa frente a otras monedas comunitarias) como moneda paralela, administrado por un Fondo Monetario Europeo. (La propuesta es ampliada en el documento <i>The Hard ECU in Stage 2: Operational Requirements</i> del Banco de Inglaterra.)
19 junio 1989	Entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, con una banda de fluctuación del ± 6 por 100.	Junio 1990	Consejo Europeo de Dublín. Acuerdo para el comienzo de la conferencia intergubernamental sobre la UEM y la conferencia intergubernamental sobre la Unión Política el 14 de diciembre de 1990.
27 junio 1989	Consejo Europeo de Madrid. Acuerdo sobre la entrada en vigor de la etapa I del plan Delors en julio 1990, y sobre la celebración de una conferencia intergubernamental para reformar el Tratado de Roma. Rechazo británico a las ideas de tipos de cambio irrevocablemente fijos y de un banco central europeo.	1 julio 1990	Entrada en vigor del Tratado de Unión Monetaria entre las dos Alemanias.
20 septiembre 1989	Entrada de la peseta y el escudo portugués en la composición del ecu.	Julio 1990	Compromiso del gobierno belga para el mantenimiento del franco belga en un margen ± 1 por 100 en torno al marco alemán.
Noviembre 1989	Propuesta del Tesoro británico: <i>An Evolutionary Approach to EMU</i> , proponiendo la idea de monedas en competencia como alternativa al plan Delors.	21 agosto 1990	Informe de la Comisión Europea <i>Union économique et monétaire</i> , proponiendo el paso a la etapa II el 1 de enero de 1993, y una transición rápida hacia la etapa III.
Diciembre 1989	Consejo Europeo de Estrasburgo. Acuerdo sobre el comienzo de la conferencia intergubernamental sobre la UEM en Roma antes de fin de 1990.	8 septiembre 1990	Reunión del ECOFIN en Roma, y propuesta española sobre el paso a la etapa II en enero de 1994, y aceptando las ideas de endurecimiento del ecu y del Fondo Monetario Europeo, pero
8 enero 1990	Reducción de la banda de fluctuación de la lira del ± 6 al $\pm 2,25$ por 100.		
Abril 1990	Declaración política de Kohl y Mitterrand proponiendo una Unión Política en Europa.		

CUADRO NUM. 1 (Conclusión)
LA INTEGRACION MONETARIA EUROPEA:
CRONOLOGIA RECIENTE

Fecha	Suceso	Fecha	Suceso
	sólo como transición a una etapa III de moneda única administrada por una institución europea. La propuesta se clarificaría en el documento posterior <i>UEM: Sin cambiar de rumbo</i> (25 de septiembre).	14 diciembre 1990	Comienzo de la conferencia intergubernamental sobre la UEM, y de la conferencia intergubernamental sobre la Unión Política.
19 septiembre 1990	Comunicado del Bundesbank sobre la UEM. Se propone el cumplimiento de condiciones estrictas de convergencia económica como requisito para el paso a otra fase de la UEM, sin fijar fecha, y se apoya el fortalecimiento del ecu mediante una cláusula de no devaluación frente a las monedas comunitarias.	Enero 1991	Propuesta británica ante la conferencia intergubernamental sobre la UEM, en la línea de las ideas presentadas en las propuestas de junio.
8 octubre 1990	La libra esterlina entra en el mecanismo de cambios del SME, con una banda del ± 6 por 100.	Enero 1991	Propuesta alemana ante la conferencia intergubernamental sobre la UEM, en la línea de las ideas presentadas en el comunicado del Bundesbank de septiembre y en el documento de octubre H. Tietmeyer <i>Thoughts on the hardening of the ECU</i> .
11 octubre 1990	Resolución del Parlamento Europeo sobre la UEM.	24 enero 1991	Propuesta española ante la conferencia intergubernamental sobre la UEM (<i>The ECU and the ESCB during Stage Two</i>), ampliando las ideas contenidas en la propuesta de septiembre sobre aspectos monetarios de la UEM.
19 octubre 1990	Publicación del informe <i>One Market, One Money</i> de la Comisión Europea, que contiene los estudios de base del informe de agosto.	3 marzo 1991	Propuesta española ante las conferencias intergubernamentales sobre la UEM y sobre la Unión Política: <i>La cohesión económica y social en la Unión Política, Económica y Monetaria: el punto de vista español</i> . Se propone una reforma del presupuesto comunitario (volumen, estructura de ingresos, estructura de gastos) y la creación de un Fondo de Compensación Interestatal.
22 octubre 1990	Noruega liga la corona noruega al valor del ecu, con una banda de fluctuación del $\pm 2,25$ por 100.	14 abril 1991	Luxemburgo, que ostenta la presidencia comunitaria rotativa este semestre, presenta un <i>Proyecto de Tratado sobre la Unión Política</i> en Europa.
23 octubre 1990	Informe de la Comisión Europea sobre la Unión Política, sugiriendo una ampliación de competencias para las instituciones europeas y, en particular, para la Comisión.	2 mayo 1991	Nueva versión de la propuesta económica española presentada ante la conferencia intergubernamental sobre Unión Política.
28 octubre 1990	Consejo Europeo de Roma. Acuerdo de 11 países (Gran Bretaña firmó una posición minoritaria) sobre la UEM, que establece el comienzo de la etapa II en enero de 1994, cumplidas ciertas condiciones (ratificación del nuevo Tratado, completar el programa del mercado único, independencia de los bancos centrales nacionales, prohibición de financiación monetaria de los déficit presupuestarios); la creación de la nueva institución al comienzo de la etapa II; la posibilidad de establecer disposiciones transitorias según la situación de los distintos países; y que en el plazo de tres años se evaluarían los progresos para considerar el tránsito a la etapa III.	11 mayo 1991	Reunión informal del ECOFIN, apoyando la idea de planes de ajuste para Italia, Grecia y Portugal, y ofreciendo un apoyo tácito a la Europa de dos velocidades y posponiendo la creación de un verdadero Banco Central Europeo hasta el final de la etapa II.
Noviembre 1990	Dimisión de Mr. Howe, ministro de Exteriores británico en desacuerdo con la política europea de la primer ministro Mrs. Thatcher. Caída del poder de Mrs. Thatcher, sustituida por Mr. Major.	13 mayo 1991	Acuerdo entre la EFTA y la Comunidad Europea para la creación de un futuro Espacio Económico Europeo.
15 noviembre 1990	El Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad presenta un <i>Proyecto de Estatutos del SEBC</i> (Sistema Europeo de Bancos Centrales).	16 mayo 1991	Karl Otto Pöhl (socialdemócrata) anuncia su decisión de no terminar su mandato como presidente del Bundesbank en desacuerdo con la ejecución de la unidad monetaria alemana y con la política de integración europea del canciller democristiano Helmut Kohl.
10 diciembre 1990	La Comisión presenta un <i>Proyecto de Tratado</i> por el que se revisa el Tratado Constitutivo de la CEE a fin de instaurar una Unión Económica y Monetaria.	17 mayo 1991	Suecia liga la corona sueca al valor del ecu, con una banda de fluctuación del $\pm 1,5$ por 100.

**CUADRO NUM. 2
LOS PUNTOS PRINCIPALES DE DESACUERDO**

<i>Tema</i>	<i>País</i>	<i>Posición</i>	<i>Tema</i>	<i>País</i>	<i>Posición</i>
¿Europa a varias velocidades?	Alemania	SI (por razones económicas)	¿Revisión del presupuesto comunitario en el Tratado?	España	SI
	Gran Bretaña	SI (por razones políticas)		Irlanda	
	España	NO		Portugal	
			Grecia		
¿Moneda única en la etapa III?	Gran Bretaña	NO		Resto países	NO
	Resto países	SI			
¿Fecha de comienzo de la etapa II?	Gran Bretaña	No fijar calendario	¿Creación de un «Fondo de Compensación Interestatal»?	España	SI
	Resto países	1 de enero 1994		Irlanda	
				Portugal	
¿Duración de la etapa II?	Comisión	Breve		Grecia	
	Francia			Resto países	NO
	Alemania		Larga, sin nuevas instituciones hasta que no se logre una total convergencia económica		
	España	Larga, con desarrollo institucional paralelo al proceso de convergencia	¿Ingresos comunitarios basados en prosperidad relativa?	España	SI
¿Carácter del ecu?	Gran Bretaña	Ecu duro, moneda paralela. Ecu-cesta fortalecido Ecu-cesta duro		Irlanda	NO
	Alemania			Portugal	
	España			Grecia	
				Resto países	
¿Creación de la nueva institución monetaria?	Alemania	Institución monetaria europea al final de la etapa II o en la etapa III	¿Gastos públicos comunitarios destinados a reducir diferencias entre países?	España	SI
	Holanda			Irlanda	
	Gran Bretaña			Fondo Monetario Europeo responsable del ecu duro	
	Resto países	Institución monetaria europea al comienzo de la etapa II.		Grecia	
¿Destino de los ingresos por señoreaje	España	Destinados al presupuesto comunitario	¿Instrumentación de la política monetaria?	Alemania	En un escalón: el Banco Central Europeo (BCE) genera activos de caja comunitarios
	Otros	Parte del beneficio consolidado del SEBC, a repartir entre los bancos centrales constituyentes		Francia, Italia	En dos escalones: los bancos de cada país mantienen el encaje con su banco central, y estos con el BCE

**CUADRO NUM. 3
LA NUEVA COMUNIDAD EUROPEA: ¿12 o 24?**

<i>País</i>	<i>Status</i>	<i>País</i>	<i>Status</i>
Marruecos	Presentada en 1987 la demanda de adhesión, que es rechazada por la Comunidad.		
Turquia	Presentada la demanda de adhesión en abril de 1987. En diciembre de 1989 la Comisión descarta por el momento esta demanda, posponiendo su reconsideración hasta al menos el año 2000.		
Austria	Presentada la demanda de adhesión en julio de 1989. Se espera que la Comisión Europea informe próximamente en relación a este caso.		
Suecia	Se ha llegado a un acuerdo definitivo entre los partidos políticos, y se espera que el gobierno sueco presente en junio de 1991 la demanda de adhesión.	Países COMECON	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Noruega.</i> Aumenta el consenso político en favor de la integración, y se espera un pronto acuerdo al respecto. Noruega ya fue admitida previamente en 1973, pero los noruegos rechazaron en un referéndum la adhesión. • <i>Finlandia.</i> Se comienzan a oír voces a favor de la integración, aunque el sentimiento dominante es contrario. • <i>Islandia.</i> Permanece por el momento contraria a la integración. • <i>Suiza.</i> Se contentará probablemente con un acuerdo de libre comercio. • <i>Liechtenstein.</i> Posible incorporación.
Otros países EFTA	La EFTA y la Comunidad están negociando un acuerdo para la constitución de un Espacio Económico Europeo, cuya firma se espera para junio o julio de 1991.	Otros países	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Polonia, Checoslovaquia, Hungría y Rumanía.</i> Se plantean a medio plazo su integración en la Comunidad Europea. • <i>Malta y Chipre</i> han formalizado sus candidaturas, y serán probablemente consideradas después de los países nórdicos.

LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA PARA 1991 Y EL PROCESO DE CONSOLIDACION

José Manuel GONZALEZ-PARAMO

En síntesis, la orientación de la política económica se ha hecho más restrictiva desde mediados de 1989. Los datos existentes hasta agosto de 1990 sugerían que con una mayor contención presupuestaria, la economía podría haberse situado en una senda estable de moderación en el crecimiento de los precios y menores déficit exteriores (...). Cuanto mayor sea la contribución del presupuesto al proceso de ajuste y reequilibrio y mayor sea la contención del crecimiento de las rentas, más rápida será la vuelta a tasas de crecimiento altas y sostenibles. Sin un alto grado de cohesión social, los impresionantes resultados económicos de la segunda mitad de los 80 no habrían sido posibles. Es, por tanto, crucial que los agentes económicos sean conscientes de este hecho y obren en consecuencia.

OECD, *Spain 1990-91*, OECD Economic Surveys, París, 1990, diciembre, pág. 81.

Los Presupuestos Generales del Estado para 1991 (en adelante, PGE 91) presentan un contenido en el que destacan dos rasgos. En primer término, se parte del reconocimiento de la insuficiencia de las medidas de contención del expansionismo presupuestario que ha caracterizado los tres últimos ejercicios económicos. Los PGE 91 deben asentarse —se señala en la «Presentación» del Proyecto de Ley— «en la adopción de un *papel beligerante en el control de la demanda agregada* y en una mayor colaboración con la política monetaria para la consecución de este fin». En segundo lugar, aunque el contexto económico internacional viene marcado por la incertidumbre creada por la crisis del Golfo, puede decirse que los PGE 91 suponen una cierta vuelta a la normalidad presupuestaria, tras un ejercicio en el que han estado vigentes dos presupuestos distintos: los resultantes de la prórroga de los PGE 89 (Real Decreto-Ley 7/1989, de 29 de diciembre) y los PGE 90, aprobados a mitad de año y tributarios de las inercias y tensiones acu-

muladas desde 1988. Estas notas tratan de sintetizar y discutir brevemente las líneas maestras de la política presupuestaria diseñada para 1991.

Los Presupuestos constituyen la expresión anual, cifrada, conjunta y sistemática de las obligaciones que el Estado y sus organismos pueden reconocer y de los derechos que se prevé liquidar a lo largo del ejercicio. Esta definición, que emana de la propia Constitución, es compatible con la presupuestación en un marco plurianual que tenga como referencia los escenarios macroeconómicos y presupuestarios de un período suficientemente amplio. Haciendo propia esta filosofía, los PGE 89 se presentaron acompañados de unos «Escenarios Macroeconómicos y Presupuestarios 1989-1992», documento de inestimable valor para analizar la coherencia de las decisiones de gastos e ingresos públicos con los grandes objetivos de la política económica a medio plazo. La documentación remitida a las Cortes con los PGE 90 y PGE 91 no ha incluido esta información, ausencia que no permite sino realizar algunos comentarios generales acerca de las grandes cifras de los Presupuestos y su relación con los *objetivos* explicitados en su *Informe Económico-Financiero*. Estos objetivos son:

- a) Mantener un crecimiento sostenido compatible con la reducción de los desequilibrios macroeconómicos básicos.
- b) Mantener el proceso de saneamiento de la hacienda pública.
- c) Orientar el gasto público hacia un mayor esfuerzo inversor y hacia la mejora de los servicios públicos.

Las *proyecciones macroeconómicas* con las que estos objetivos presupuestarios deberán ser coherentes son las de una apreciable desaceleración del crecimiento del PIB (2,9 por 100, frente al 3,5

por 100 de 1989 y al 4,9 por 100 de 1988), un aumento del déficit exterior corriente (3,9 por 100 del PIB, 2 puntos más que en 1989), una notable reducción del incremento de los precios al consumo (5,6 por 100, frente al 6,8 por 100 de 1990) y una moderada reducción de la tasa de desempleo (0,6 puntos). Las hipótesis de base sobre las que se sustenta el cuadro macroeconómico eran relativamente optimistas cuando se formularon antes de finalizar la guerra del Golfo Pérsico. Entre ellas destacan un precio medio del barril de 24 dólares, una moderación de rentas representada por un avance del salario nominal medio por persona del 5,8 por 100 (2,4 puntos menos que en 1990) y el cumplimiento de los objetivos de restricción incorporados a las políticas monetaria y presupuestaria. Este relativo optimismo se pone de relieve en las proyecciones macroeconómicas que se resumen en el cuadro núm. 1. La favorable resolución de la crisis del Golfo ofrece un margen de maniobra adicional para el cumplimiento de los objetivos de consolidación presupuestaria. La referencia básica de la política fiscal deberá ser, inevitablemente, la construcción de la Unión Económica y Monetaria. Las exigencias del nuevo contexto europeo para orientación de los gastos, la fiscalidad y la política fiscal serán el telón de fondo de los comentarios que se desarrollan a continuación.

La economía española es una de las que mayores crecimientos de la producción y el empleo y mayor reducción del déficit público han registrado desde 1985, dentro del grupo de países comunita-

rios. Pese a ello, los logros en el frente del *saneamiento de la hacienda pública* no pueden calificarse de brillantes a partir de 1988. Si el bienio 1986-1987 fue testigo de un éxito indudable de la política de consolidación presupuestaria, materializado en un descenso del déficit total de 3,8 puntos, de los que 2,5 corresponden a una reducción del déficit ajustado cíclicamente (1), en el ejercicio de 1988 se invierte esta tendencia, manteniéndose el déficit en el 3,2 por 100 del PIB, idéntico nivel al de 1987, al tiempo que el déficit ajustado cíclicamente crecía 0,7 puntos del PIB potencial.

En 1989, el desbordamiento presupuestario iniciado el año anterior continuó durante el primer semestre sin apenas variaciones en la tendencia expansiva. Frente a un crecimiento presupuestado del gasto de las administraciones públicas centrales del 9,4 por 100, el crecimiento efectivo se situó en el 14,9 por 100. Esta desviación —imputable a los capítulos de transferencias de capital, intereses efectivos y compras netas— fue sólo en parte contrarrestada por la contención de los gastos de personal y por un grado de realización de las inversiones públicas inferior al proyectado fruto de los ajustes ligados al llamado «giro social» (Real Decreto Ley 3/1989, de 31 de marzo). Con todo, el conjunto de ingresos públicos creció a un ritmo superior al esperado, fruto tanto del dinámico comportamiento de la renta real como de decisiones de política tributaria cuyo efecto se hizo sentir especialmente en el segundo semestre: no deflactación de retenciones a cuenta de IRPF, retraso en las devolucio-

CUADRO NUM. 1
RESUMEN DE PROYECCIONES MACROECONOMICAS 1990-1991
(Porcentajes de crecimiento real)

	1990		1991	
	Ministerio de Economía y Hacienda	Ministerio de Economía y Hacienda	CEE	OCDE (Escenario central)
Consumo privado	4,0	2,7	2,7	2,6
Consumo público	4,2	3,0	3,0	3,0
Formación bruta de capital fijo	8,4	5,2	5,2	4,3
Demanda interna	5,2	3,2	3,1	3,1
Exportación de bienes y servicios	3,8	5,1	3,8	5,6
Importación de bienes y servicios	10,8	5,7	5,6	6,4
PIB	3,5	2,9	2,5	2,7
<i>Pro-Memoria:</i>				
Deflactor del consumo privado asalariado (a)	6,8	5,6	6,6	6,7
Remuneración por asalariado (b)	8,2	5,8	7,4	7,4
Coste laboral unitario (b)	7,4	4,8	6,3	5,8
Empleo (a)	2,8	1,9	1,5	1,3
Tasa de paro (c)	16,3	15,7	15,6	16,0

(a) Tasa de crecimiento sobre el ejercicio anterior.

(b) Crecimiento nominal.

(c) Porcentaje de la población activa.

Fuentes: Informe Económico-Financiero, Presupuestos Generales del Estado, 1991; CEE, *European Economy*, núm. 11/12, noviembre-diciembre 1990; OCDE, *Spain 1990-1991*, OECD Economic Studies, diciembre 1990.

nes del IRPF por importe de 335.000 millones de pesetas a 1990, elevación de los pagos a cuenta del impuesto sobre sociedades y aumento de las retenciones a cuenta de los rendimientos del capital mobiliario. Una vez ajustadas las cifras de déficit por las devoluciones del IRPF, éste se situó, en 1989, en el 3,3 por 100 del PIB, porcentaje similar al registrado en 1988, y que suponía un nuevo aumento del déficit cíclicamente ajustado de 1,1 puntos del PIB potencial.

Los PGE 90 incorporaron muy escasos cambios, como corresponde al hecho de que durante los primeros meses del año estuvieran vigentes los PGE 89, prorrogados por Real Decreto Ley 7/1989, de 29 de diciembre. Los datos de ejecución del Presupuesto del Estado indican que el déficit ha rebasado al presupuestado en unos 400.000 millones, alcanzando un 2,3 por 100 del PIB, 0,6 décimas más que en el año anterior. A diferencia de años anteriores, el origen de esta desigualdad no estuvo en los gastos, que en términos de caja se ajustaron extraordinariamente a lo presupuestado, sino en los ingresos. Frente a un crecimiento previsto del IVA del 18 por 100, la tasa acumulada de diciembre se situó en el 6,6 por 100. Para el conjunto de las administraciones públicas, el déficit estimado, ajustado por las devoluciones del IRPF, se habría situado en torno al 2,6 por 100, reducción apreciable con respecto a 1989, que, no obstante, no ha supuesto una mayor restricción presupuestaria, ya que el déficit cíclicamente ajustado que estima la OCDE se habría ampliado ligeramente (0,2 puntos del PIB potencial).

La aparente contradicción que estos datos ponen de manifiesto —disminución del déficit total ligeramente superior a medio punto, al tiempo que

se amplía el déficit cíclicamente ajustado en dos puntos— explica la disparidad de valoraciones con las que el proceso de consolidación presupuestaria española de 1988-1990 ha sido enjuiciado. En efecto, el extraordinario crecimiento de las rentas reales experimentado en estos años ha permitido avances en la reducción del déficit, aunque insuficientes si se tiene en cuenta lo favorable de las condiciones para haberse procedido a la casi total eliminación del desajuste presupuestario. En resumen, la experiencia de los tres últimos años permite concluir que el objetivo de sanear los desequilibrios presupuestarios ha tenido una traducción sumamente lenta y modesta. Por este motivo, partir de la afirmación de que el saneamiento del sector público es ya considerable, como se hace en el «Informe Económico-Financiero» de los PGE 91, quizá no sea el mejor argumento para asentar la credibilidad de los objetivos presupuestarios de contención y convergencia para 1991.

El carácter restrictivo del que los PGE 91 quieren dotarse se refleja tanto en gastos como en ingresos (2). Los *gastos no financieros* del Estado tendrán un tratamiento selectivo, una vez establecido su crecimiento global en el 6,4 por 100, 2,5 puntos menos que el crecimiento nominal previsto para la demanda agregada. Si nos referimos, como es más apropiado, al conjunto consolidado que forman el Estado, la seguridad social, los organismos autónomos y los entes públicos, el objetivo de crecimiento del total de gastos no financieros asciende al 8,3 por 100 (véase cuadro núm. 2). El capítulo que mayor crecimiento registra es el de gastos de personal, con un 10,2 por 100, porcentaje del que un 5 por 100 corresponde a actualización monetaria, un 1,26 por 100 a recuperación del poder adquisitivo y el resto a normas específicas: aumentos

CUADRO NUM. 2
PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTONOMOS,
SEGURIDAD SOCIAL Y ENTES PUBLICOS: GASTOS
(En millones de pesetas)

CAPITULOS DE GASTOS	1990	Aumento (%)	1991	Aumento (%)
I. Gastos de personal	3.074.435	+ 13,04	3.388.449	+ 10,21
II. Compras corrientes de bienes y servicios	833.919	+ 12,74	889.755	+ 6,69
III. Gastos financieros	1.466.965	+ 29,13	1.545.299	+ 5,34
IV. Transferencias corrientes	10.152.963	+ 17,22	11.044.521	+ 8,78
GASTOS CORRIENTES	15.528.282	+ 17,14	16.868.024	+ 8,63
VI. Inversiones reales (*)	1.475.248	+ 16,75	1.555.209	+ 5,42
VII. Transferencias de capital	733.510	+ 13,78	803.024	+ 6,57
GASTOS DE CAPITAL	2.228.758	+ 15,73	2.358.233	+ 5,81
GASTOS NO FINANCIEROS	17.757.040	+ 16,96	19.226.257	+ 8,27

(*) La inversión civil, que supone cerca del 80 por 100 del total, tiene un crecimiento presupuestado del 9,2 por 100.

Nota: Los créditos totales para gastos no financieros (netos de transferencias internas) aprobados en la Ley de Presupuestos para 1991 ascienden a 19.241.061 millones de pesetas, lo que supone un crecimiento del 8,36 por 100 con respecto a 1990.

Fuente: Informe Económico-Financiero, Presupuestos Generales del Estado, ejercicios de 1990 y 1991.

de plantilla, trienios y promoción interna, entre otros conceptos. Destacan los moderados avances presupuestados para los gastos financieros (5,3 por 100) —especialmente tras el desbordamiento del déficit de caja de 1990 (cerca de los 0,8 puntos del PIB) y ante la falta de expectativas firmes de reducción apreciable de los tipos de interés— y para las inversiones reales (5,4 por 100 para el total y 9,2 por 100 para inversión civil), por debajo de lo previsto en los «Escenarios 1989-1992».

En lo que respecta a los *ingresos no financieros*, se prevé un crecimiento del 10,9 por 100, dos puntos por encima del crecimiento nominal del PIB (véase cuadro núm. 3). Este comportamiento supondrá cierta moderación del incremento de la presión fiscal, que aumentará 0,3 puntos del PIB, merced casi exclusivamente al crecimiento previsto del IRPF, que se cifra en 24,7 puntos porcentuales. La plausibilidad de esta previsión es difícil de establecer, ya que está efectuada bajo la hipótesis de que la reforma del IRPF entraría en vigor en enero de 1991, cuando posteriormente se decidió su retraso a 1992. Al prorrogarse la normativa en vigor para 1990, la recaudación tendencial del impuesto crecería en torno al 15 por 100, lo que implicaría unos ingresos inferiores a los previstos de más de 300.000 millones de pesetas (3). Sin perjuicio de que los avances en la represión del fraude y un eventual comportamiento de la imposición indirecta mejor del previsto (disminución del 0,7 por 100) puedan contribuir a sostener los ingresos, la consecución de los objetivos de rigor presupuestario para 1991 dependerá crucialmente de la evolución del IRPF, los gastos financieros y las inversiones reales.

Como apoyo a la exigente meta de reducir el déficit a la mitad, hasta alcanzar el 1 por 100 del PIB en 1991, los PGE 91 mantienen la vigencia de las *normas limitativas de la ejecución y la financiación del Presupuesto* y su déficit, vigentes desde 1990:

a) Cláusula de limitación de la potestad de *reconocimiento de obligaciones no financieras*, según la cual el conjunto de obligaciones a reconocer a lo largo de 1991 con cargo a los PGE 91, para gastos no financieros, no podrá exceder de la cuantía global inicialmente aprobada para ellos, exceptuando los créditos extraordinarios y suplementos de crédito que puedan aprobar las Cortes y las generaciones de crédito financiadas con mayores ingresos (art. 10). Los créditos extraordinarios y los suplementos de crédito no podrán superar el 5 por 100 de los inicialmente aprobados.

b) Limitación del *endeudamiento neto del Estado con el Banco de España* al importe del saldo vivo del recurso del Tesoro al Banco a 31 de diciembre de 1989 (art. 101 del Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria). Esta norma, que supone la renuncia a monetizar los déficit del Estado, tal y como exige el consenso en la CEE al respecto, puede calificarse de positiva pero insuficiente. En efecto, la limitación sólo es operativa el último día del año —el recurso puede alcanzar cualquier cifra a lo largo del año— y no constriñe en modo alguno el crédito a los organismos autónomos ni tampoco la colocación directa de deuda en el Banco. La estricta cláusula que sobre esta materia se contiene en el proyecto de estatutos del futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales sugiere la conveniencia de reforzar la limitación anual con restricciones de carácter trimestral o mensual.

CUADRO NUM. 3
PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTONOMOS,
SEGURIDAD SOCIAL Y ENTES PUBLICOS: INGRESOS
(En millones de pesetas)

CAPITULOS DE INGRESOS	1990	Aumento (%)	1991	Aumento (%)
I. Impuestos directos	10.265.433	+ 18,94	11.787.972	+ 14,83
II. Impuestos indirectos	4.413.000	+ 17,64	4.383.600	- 0,66
III. Tasas y otros ingresos	531.121	+ 34,08	558.281	+ 5,11
IV. Transferencias corrientes	663.427	+ 25,67	800.758	+ 20,70
V. Ingresos patrimoniales	724.630	+ 55,80	821.678	+ 13,39
INGRESOS CORRIENTES	16.597.611	+ 20,52	18.352.289	+ 10,57
VI. Enajenación de inversiones reales	58.344	+ 52,64	42.853	- 26,54
VII. Transferencias de capital	167.561	- 7,04	265.219	+ 58,28
INGRESOS DE CAPITAL	225.895	+ 3,40	308.072	+ 38,38
INGRESOS NO FINANCIEROS	16.823.506	+ 20,26	18.660.361	+ 10,92

Nota: Las estimaciones de los derechos económicos no financieros que se prevé liquidar durante el ejercicio de 1991, contenidas en la Ley de Presupuestos, ascienden a 18.662.021 millones de pesetas, lo que supone un crecimiento del 10,93 por 100 con respecto a 1990.
Fuente: Informe Económico-Financiero, Presupuestos Generales del Estado, ejercicios de 1990 y 1991.

Al margen de estas dos normas, los PGE 91 incluyen una novedad que puede contribuir a introducir racionalidad en el conjunto de gastos destinados a subvenciones. Así, se dispone la modificación del Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria en lo referente al *régimen jurídico de las subvenciones*, regulándose el cauce procedimental que ha de seguirse para su otorgamiento y control (art. 17). La regulación definitiva de las subvenciones deberá publicarse antes del 1 de octubre de 1991.

La restricción implícita en los PGE 91 ha forzado la utilización de criterios selectivos para destinar recursos a las diferentes políticas de gasto, manteniéndose las prioridades asignadas en años anteriores a los *gastos de formación de capital físico y humano*. Así, los gastos en infraestructuras, sanidad y educación son los que más crecen en términos nominales, aumentando su peso en el PIB en tres décimas, hasta el 7,7 por 100 (véase cuadro núm. 4), lo que supone una quinta parte del gasto total. La eliminación del déficit secular en estas áreas —objetivo nacional prioritario ante la creación del mercado interior europeo— requerirá en el futuro esfuerzos presupuestarios adicionales, ya que, pese a todo, el peso de estas categorías de gasto en el total apenas ha variado desde 1986. Otros gastos que aumentarán por encima del promedio son los dedicados a agricultura, pensiones y justicia. Vivienda, seguridad ciudadana y desem-

pleo crecen por debajo de la media, mientras que defensa, subvenciones corrientes al transporte y regulación financiera disminuyen en términos nominales. La restricción presupuestaria de 1991 no afectará a la cobertura financiera asociada a los compromisos relacionados con los Juegos Olímpicos de Barcelona, la Exposición Universal de Sevilla y la capitalidad cultural de Madrid para 1992. Sin embargo, se pospone un 15 por 100 del gasto en material móvil e infraestructuras ferroviarias y viarias del Plan para el Transporte en las Grandes Ciudades, que pasa a 1992.

La financiación de los entes territoriales en los PGE 91 no presenta novedades importantes con respecto al año anterior. La *financiación a las comunidades autónomas* ascenderá, en conjunto, a 2,3 billones de pesetas (7,9 por 100 de incremento), de los que la mayor parte corresponden a la gestión descentralizada de los servicios del INSALUD, al «porcentaje de participación» y a las dotaciones al Fondo de Compensación Interterritorial. La cesión de tributos a la Comunidad de Madrid y la negociación de un nuevo sistema para fijar el porcentaje de participación a partir de 1992 marcarán probablemente la relación Estado-comunidades autónomas en el presente ejercicio. En lo que se refiere a la *financiación a las corporaciones locales*, el volumen total de transferencias ascenderá a 950.441 millones de pesetas, lo que supone un incremento del 10,8 por 100 con respecto a la cifra

CUADRO NUM. 4
PRESUPUESTOS CONSOLIDADOS DEL ESTADO, ORGANISMOS AUTONOMOS, SEGURIDAD SOCIAL
Y ENTES PUBLICOS: POLITICAS DE GASTO
(Porcentaje del PIB)

POLITICAS	LIQUIDACION				PRESUPUESTO	
	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Justicia	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Defensa	1,9	2,1	1,9	1,7	1,8	1,6
Seguridad ciudadana	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Pensiones	8,6	8,4	8,3	8,4	8,5	8,6
Desempleo	4,2	3,9	3,9	4,3	4,0	3,8
Promoción de empleo	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Sanidad	3,9	4,0	3,9	4,3	4,0	4,1
Educación	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9
Vivienda	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investigación	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Subvenciones al transporte	0,7	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
Infraestructura	0,8	0,9	1,1	1,4	1,6	1,7
Agricultura	0,5	0,5	0,5	0,9	1,0	1,0
Industria y energía	0,8	0,5	0,9	0,5	0,4	0,4
Administración tributaria	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Administración territorial	3,3	4,0	4,0	4,1	4,0	3,9
Participación CEE	0,3	0,5	0,6	0,6	0,8	0,9
Deuda pública	3,3	2,9	2,8	3,0	4,8	4,8
Resto	2,4	2,3	2,4	2,8	2,2	1,8
TOTAL	34,6	34,8	35,3	36,5	38,2	37,8

Fuente: Informe Económico-Financiero, Presupuestos Generales del Estado, ejercicios 1989, 1990 y 1991; elaboración propia.

presupuestada en 1990. La ausencia de cambios notables en la financiación de los niveles subcentrales de gobierno no permite, sin embargo, conjurar los riesgos que la tendencia al desequilibrio presupuestario ha puesto de manifiesto en los años 1988 y 1989, en los que el déficit alcanza el 0,6 por 100 del PIB, partiendo de cero en 1987. Estimaciones basadas en un cuestionario enviado a las comunidades autónomas, y cumplimentado en febrero de 1991, sitúan el déficit de estos entes, en 1990, en un 1,1 por 100 del PIB, 0,7 puntos por encima de la cifra correspondiente a 1989. Esta tendencia es tanto más preocupante si se tiene en cuenta que viene a anular casi por completo los esfuerzos de consolidación presupuestaria desarrollados por las administraciones públicas centrales. La necesidad de coordinar las políticas presupuestarias de las distintas administraciones se hace ya evidente. La celebración de elecciones municipales y autonómicas en varias comunidades autónomas no permite esperar, sin embargo, logros espectaculares en este sentido a lo largo del presente ejercicio.

El reflejo presupuestario de las *relaciones financieras con las Comunidades Europeas*, en 1991, presenta tres rasgos destacados:

a) La aportación española al Presupuesto General de las Comunidades Europeas aumentará un 28,1 por 100. El «cuarto recurso complementario base PNB» crece un 115,7 por 100, mientras que la «aportación bruta por IVA» aumenta un 10,3 por 100.

b) Los gastos comunitarios en España registrarán un incremento del 40 por 100. Los gastos exclusivamente comunitarios (FEOGA-Garantía) crecen ligeramente por debajo de esa cifra (37,9 por 100), mientras que los gastos cofinanciados (FEOGA-Orientación, FEDER y FSE) aumentan un 45,7 por 100, destacando el fuerte avance de los fondos para el desarrollo regional (90,9 por 100).

c) En consecuencia, mejorará la posición financiera neta favorable a España (68,1 por 100), pasando a representar un 0,4 por 100 del PIB, una décima más que en 1990.

En lo que concierne a los *ingresos impositivos*, los PGE 91 no contienen cambios significativos en la normativa vigente. Ello se explica, en buena parte, porque a la remisión del Proyecto se contaba con la aprobación de los nuevos textos legales del IRPF y del IPN para enero de 1991. La decisión de retrasar la discusión del Proyecto ha obligado a aprobar el Decreto-Ley 5/1990, de medidas urgentes. Las variaciones normativas incluidas en ambas disposiciones pueden sintetizarse como sigue:

1. *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas e Impuesto Extraordinario sobre el Patrimonio Neto:*

— Prórroga de las normas sustantivas de la Ley 20/1989.

— Adaptación de la tarifa del IRPF, los coeficientes de actualización de las variaciones patrimoniales, el límite de la obligación de declarar y las deducciones de la cuota, mediante su inflatación en el 5 por 100.

— Elevación del mínimo exento del IEPN de 9 a 10 millones de pesetas.

— No consideración de rendimientos obtenidos en España de intereses e incrementos de patrimonio mobiliarios percibidos por no residentes sin establecimiento permanente.

2. *Impuesto sobre Sociedades:*

— Adaptación de la normativa del impuesto al Proyecto de Ley del IRPF en lo referente al régimen de tributación de las entidades no residentes.

— Generalización del tipo de gravamen del 25 por 100 a los rendimientos obtenidos por no residentes sin mediación de establecimiento permanente.

— Adaptación de lo relativo a las instituciones de inversión colectiva y a las cooperativas a lo dispuesto en el Proyecto de Ley del IRPF y a la Ley de Régimen Fiscal de las Cooperativas, respectivamente.

— Reducción al 1 por 100 del tipo de gravamen de las instituciones de inversión colectiva.

— No consideración de rendimientos obtenidos en España de intereses e incrementos de patrimonio mobiliarios percibidos por no residentes sin establecimiento permanente.

3. *Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones:* Actualización monetaria de los principales elementos cuantitativos del impuesto (reducciones en la base liquidable, cuantía del patrimonio preexistente y tarifa).

4. *Impuesto sobre el Valor Añadido:* Eliminación de las distorsiones en la aplicación del régimen especial de bienes usados en lo que concierne a la reventa de automóviles.

5. *Impuestos especiales:*

— Aumento de tipos sobre gasolinas y gasóleos de automoción para aproximarlos a los vigentes en la CEE.

— Prórroga del tratamiento especial de vinos y mistelas.

— Actualización de la tasa de «derechos de almacenaje» percibida por las aduanas.

6. *Tasas*: Se actualizan en un 5 por 100 los tipos de cuantía fija de las tasas que no hayan sido objeto de actualización específica por normas dictadas en 1990.

7. *Tributos locales*:

— Actualización monetaria de valores catastrales, cuotas de Licencia Fiscal y escala correctora de las cuotas del Impuesto Municipal de Radicación.

— Modificación de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales para acomodar aspectos del Convenio de Cooperación para la Defensa España-Estados Unidos (exención en el impuesto sobre Construcciones, Instalaciones y Obras).

La política de ingresos públicos en 1991 reflejará dos cambios adicionales que, sin afectar a la normativa de los tributos, sí tendrán reflejo en la recaudación y en la gestión. La *cesión a Madrid* de tributos cedibles a las comunidades autónomas, en primer término, vendrá a completar el proceso de transferencia de fuentes de ingresos. La repercusión de la cesión será una reducción de la recaudación para el Estado de los impuestos sobre sucesiones y donaciones (-98,9 por 100) y sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados (-73,7 por 100). Los PGE 91, por último, crean la *Agencia Estatal de Administración Tributaria* (AEAT), ente público adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, para desarrollar actuaciones administrativas en relación con la gestión, la inspección, la recaudación y la resolución de las reclamaciones económico-administrativas. La creación de la AEAT, que traerá consigo la desaparición de la Secretaría General de Hacienda, supondrá una innovación radical en la política tributaria española. La Agencia gestionará su propio patrimonio, contratará y seleccionará a su perso-

nal, se financiará en parte mediante un porcentaje de los tributos que se recauden mediante su gestión y tendrá adscrita una unidad de policía especializada, con acceso a toda la información de trascendencia tributaria y con adscripción administrativa al Ministerio del Interior.

En su conjunto, las medidas incluidas en los PGE 91 son ambiciosas y no fáciles de cumplir. La desaceleración económica no permitirá realizar economías apreciables en gastos ni obtener ganancias recaudatorias importantes. Una inflación mayor de la prevista podría presionar al alza algunos capítulos de gastos. El cuadro tributario básico está todavía por definir de acuerdo con las nuevas reglas del juego en una Europa con movilidad de capitales. No están tampoco establecidos los principios de coordinación presupuestaria entre el Estado y las comunidades autónomas, cuando ya empiezan a estarlo entre estados comunitarios. Con todo, las perspectivas económicas tras la guerra del Golfo son mejores que aquellas que presidieron la elaboración de los PGE 91. La adecuada utilización de este nuevo margen de maniobra permitiría recuperar oportunidades pasadas de completar el saneamiento de nuestra hacienda pública en el umbral de la creación del mercado único.

NOTAS

(1) Este concepto de déficit, acuñado por la OCDE, constituye un indicador de la orientación de la política fiscal, al eliminarse del déficit efectivo el efecto sobre ingresos y gastos de las oscilaciones cíclicas en el nivel de actividad.

(2) Dados los escasos cambios introducidos en las Cortes sobre el proyecto de ley y la mayor riqueza informativa de la documentación que se adjunta con el proyecto, tomaremos como referencia las cifras contenidas en éste y en su *Informe Económico-Financiero*.

(3) La elasticidad de la recaudación del IRPF con respecto a la renta nominal en el trienio 1987-1990 se ha situado alrededor de 1,6. Aplicando esta elasticidad al crecimiento previsto del PIB nominal, se obtiene la estimación del crecimiento tendencial de la recaudación.

EL SECTOR PUBLICO ANTE EL CAMBIO DE MILENIO

Raimundo ORTEGA

En diciembre de 1990, la OCDE publicó un documento, titulado *El sector público: cuestiones para los años noventa* (*), que pretende resumir los logros alcanzados por los países miembros en el doble intento de restablecer el equilibrio en las cuentas públicas y de limitar la intervención gubernamental en la economía, como pórtico del análisis de las futuras presiones que el gasto público experimentará en la década recién comenzada.

Los años sesenta fueron escenario de un rápido aumento del gasto público en relación al PNB, justificado por la insuficiente oferta de bienes públicos en relación a su nivel óptimo. Los instrumentos de esa política fueron los impuestos y el gasto público. Sin embargo, a medida que transcurría la década de los setenta, los gobiernos fueron comprobando la impotencia del gasto y del déficit públicos como medios para reducir el paro y la inflación a niveles aceptables.

Con este telón de fondo, se produjo en los ochenta un giro notable en las políticas económicas de la mayoría de los países integrados en la OCDE. Comenzó a primar la preocupación por el volumen del sector público y sus efectos negativos respecto al funcionamiento del sector privado, y se estudiaron bajo una nueva luz los costes sociales anejos a la mayor carga impositiva. Se llegó así al convencimiento de que la reducción de los déficit públicos había de obtenerse mediante la reducción del gasto, y no a través del incremento en los impuestos. A ello se añadió el propósito de reducir la intervención pública en la vida económica, especialmente cuando se obstaculizaban las fuerzas del mercado o se originaban distorsiones en las señales implícitas en los precios.

LAS CUENTAS PUBLICAS

En 1979, las necesidades de financiación de las administraciones públicas (AA. PP.) suponían el 2 por 100 del PNB de los países miembros de la OCDE. La recesión económica de comienzos de los ochenta originó un deterioro en la media de la Organización, que alcanzó en esos años el 4 por 100 del PNB, pues la mayor austeridad fiscal quedó contrarrestada por el creciente peso de las cargas financieras de la deuda. En la segunda mitad de la década, la mayoría de los gobiernos comenzaron a reducir el *déficit primario*—es decir, la necesidad o capacidad de financiación neta, ajustada, de los efectos de las fluctuaciones cíclicas y excluyendo los pagos de intereses de la deuda— y, en algunos casos, la relación deuda-PNB. En 1989, las necesidades medias de financiación de la OCDE había descendido al 1,3 por 100, la relación más baja desde 1974 (véase cuadro núm. 1).

Esa consolidación presupuestaria se alcanzó por vías diversas, pero en general los aumentos en los ingresos y los recortes en el gasto tuvieron una importancia equivalente en el descenso de 2,2 puntos porcentuales en la media de la relación déficit-PNB conseguido durante el período 1984-1989.

La evolución fue algo diferente en España, puesto que las necesidades de financiación de las administraciones públicas crecieron desde el 2,6 en 1980 hasta alcanzar un máximo del 7 por 100 en 1985, descendiendo rápidamente a partir de 1987. Ahora bien, si utilizamos el déficit estructural que ha venido calculando la Fundación FIES, comprobaremos que entre 1985 y 1989 se mantiene, en promedio, en el 3,3 del PIB.

CUADRO NUM. 1
NECESIDAD (—) O CAPACIDAD DE FINANCIACION
DE LAS AA. PP.
(En porcentaje del PNB nominal)

	1975	1982	1984	1989
Estados Unidos	-4,1	-3,5	-2,8	-1,7
Japón	-2,8	-3,6	-2,1	2,7
Alemania	-5,6	-3,3	-1,9	0,2
Francia	-2,4	-2,8	-2,8	-1,5
Italia	-12,9	-11,3	-11,6	-10,2
Reino Unido	-4,5	-2,5	-3,9	0,9
Holanda	-3,0	-7,1	-6,3	-5,2
Suecia	2,8	-7,0	-2,9	5,1
España	-0,5	-5,6	-5,5	-2,6
OCDE Europa	-4,8	-5,1	-4,7	-2,4
OCDE	-4,1	-4,2	-3,6	-1,3

Fuente: OCDE.

Paralelamente, nuestra relación deuda viva/PIB ha crecido en progresión geométrica: del 2,4 por 100 que representaba en 1980 al 35 por 100 que suponía al cierre de 1989. Por último, y anticipando las conclusiones del análisis centrado en la marcha de los ingresos y los gastos públicos (cuadro número 2), se observa que, en nuestro caso, los ingresos crecieron en 10,1 puntos del PIB entre 1979 y 1989, mientras que los gastos se incrementaban en 11,3 puntos porcentuales del producto. Bien es cierto que desde 1982 los gastos aumentaron en sólo 4,3 puntos, al tiempo que los ingresos lo hacían en 7,1.

INGRESOS

Medidos en términos del PNB total de la Organización, los ingresos crecieron rápidamente en los años setenta, hasta alcanzar un 34 por 100 en 1979. Entre ese año y 1984, período en el cual se incluye la recesión de 1981-1982, se registró un incremento adicional en los ingresos de 2 puntos,

que fueron probablemente 4 si se utiliza el concepto ajustado. Al finalizar la década de los ochenta, la relación ingresos públicos-PNB era casi el 37 por 100 (3 puntos más alta que diez años antes). Por el contrario, en España había aumentado nada menos que 10 puntos porcentuales.

Esa evolución tuvo lugar con el telón de fondo de una reforma fiscal, iniciada en los años intermedios, caracterizada por tres grandes criterios:

a) Reducción del impuesto sobre la renta de las personas físicas mediante la ampliación de la base, la simplificación en el número de tramos y la reducción de los tipos más elevados con relación a los medios.

b) Ampliación de la base y mayor neutralidad en el impuesto sobre sociedades.

c) Racionalización y ampliación de los impuestos sobre el consumo, en algunos casos, mediante su inclusión en el IVA.

Como oportunamente subrayan los autores del trabajo, si bien los objetivos de la reforma siguieron siendo los tradicionales de sencillez, equidad y eficiencia, se puso el acento más en la eficiencia respecto a las decisiones de ahorrar e invertir y en los incentivos al trabajo, olvidando relativamente la equidad vertical entendida como progresividad fiscal.

GASTOS

En la década de los ochenta, el gasto público en la OCDE creció 2,6 puntos porcentuales, bastante menos que los 5,7 puntos de aumento registrados durante la década anterior.

Aparentemente, se registró un incremento de

CUADRO NUM. 2
INGRESOS Y GASTOS PUBLICOS EN PORCENTAJE DEL PNB NOMINAL

	1979		1982		1989	
	I	G	I	G	I	G
Estados Unidos	30,5	31,7	31,1	36,5	32,0	36,5
Japón	26,3	31,6	30,4	33,2	35,0	32,9
Alemania	44,4	47,6	45,4	49,4	45,3	45,1
Francia	42,7	45,0	45,9	50,4	46,5	49,3
Italia	35,7	45,5	35,9	47,4	41,1	51,7
Reino Unido	38,0	42,5	42,8	46,9	39,1	39,7
Holanda	51,4	55,8	54,1	61,6	50,0	55,7
Suecia	56,5	61,0	58,0	66,3	64,5	60,6
España	28,4	30,5	31,4	37,5	38,5	41,8
OCDE Europa	39,4	44,1	41,6	47,6	41,9	45,5
América del Norte	30,9	32,3	31,8	37,4	32,7	37,2
OCDE	33,8	37,2	35,6	41,1	36,7	39,8

Fuente: OCDE.

4 puntos entre 1979 y 1982, y un descenso de 1,5 puntos en los años siguientes. Pero un análisis más refinado debe tener en cuenta tanto los efectos del ciclo económico sobre los pagos por transferencia y sobre el propio PNB como la evolución del «efecto de precios relativos» (por lo general, el deflactor del consumo público crece más rápidamente que el deflactor del PNB, originando un aumento en la participación del consumo público en relación al producto nominal). De acuerdo con esta última óptica, los datos confirmarían la ruptura del crecimiento del gasto operada en la segunda parte de la década, mientras que los ajustes cíclicos explicarían cómo el rápido incremento en los años iniciales de los ochenta tuvo un claro componente cíclico.

España registró (cuadro núm. 2) un incremento ininterrumpido del gasto público desde 1979, en el cual han ido pesando de forma creciente los intereses de la deuda, de tal forma que, a partir de 1987, el Estado se halla en situación de práctico equilibrio presupuestario si se excluyen los pagos por intereses.

El documento analiza diversos factores explicativos del gasto —tales como su distribución entre el Estado, las administraciones territoriales y la seguridad social— o los factores sociales que han estado detrás del gasto en educación y salud, y las transferencias de renta ocurridas. Aquí se han recogido, en los cuadros núms. 3 y 4, unos datos relativos a los esfuerzos realizados en el seno de la OCDE, tanto para modificar la estructura del gasto público como por controlar la evolución del capítulo de remuneración de los funcionarios públicos.

En el primero de los cuadros citados, se observa que en nuestro país el gasto corriente, en relación

al PNB, creció entre 1979 y 1989 más del doble que los gastos de inversión. Por otra parte, como resalta el cuadro núm. 4, el empleo público ha crecido en España a un ritmo superior al de los restantes miembros de la OCDE en el quinquenio 1984-1989, de forma tal que, en porcentaje del empleo total, el sector público español había experimentado la mayor variación (4,2 puntos porcentuales) registrada si se exceptúa Noruega (6,5 puntos).

DESREGULACION Y PRIVATIZACION

Definida la regulación como el conjunto de instrumentos por medio del cual los gobiernos intervienen en los mercados, el trabajo comentado analiza únicamente la denominada regulación económica, es decir, las medidas destinadas a modificar las condiciones en las cuales operaran ciertas industrias, así como el proceso mediante el cual vuelven al sector privado.

Esa actuación del sector público ha solido concentrarse en los llamados «servicios públicos» —agua, gas, electricidad y servicios de transportes y comunicaciones—, que suponen, en la OCDE, entre el 10 y el 12 por 100 del valor añadido en la industria, y alrededor del 17 por 100 de la inversión industrial.

Normalmente, el principal razonamiento económico en el cual se basa la regulación es la existencia de deficiencias económicas, ya se deban a monopolios naturales, externalidades, existencia de bienes públicos o asimetría en la información. Recientemente, diversos gobiernos de la organización han mostrado una preocupación creciente

CUADRO NUM. 3
ESTRUCTURA DEL GASTO PUBLICO EN PORCENTAJES DEL PNB

	Estados Unidos		Alemania		Francia		España	
	1979	1989	1979	1989	1979	1989	1979	1989
Gastos corrientes	30,4	34,9	42,4	41,3	41,4	46,2	29,7	35,5
Consumo público	17,0	18,3	19,6	18,6	17,6	18,3	12,7	14,1
Subvenciones	0,4	0,3	2,2	2,0	2,0	1,7	2,1	1,9
Transferencias a la Seguridad Social y a otros entes	10,2	11,0	18,9	18,0	20,4	23,5	14,2	16,2
Intereses de la Deuda	2,8	5,4	1,7	2,6	1,4	2,7	0,7	3,3
Inversión pública	1,7	1,7	3,2	2,3	3,1	3,3	1,8	4,3
Transferencias de Capital	-0,4	-0,2	1,8	1,1	0,4	0,1	1,3	1,1
Otras transferencias	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Gastos totales	31,7	36,3	47,6	44,8	45,0	49,6	32,9	41,0

Fuente: OCDE.

**CUADRO NUM. 4
EMPLEO EN EL SECTOR PUBLICO**

	Tasa anual de incremento			Porcentaje del empleo total		
	1975-1979	1979-1984	1984-1989	1979	1984	1989
Estados Unidos	2,1	0,1	2,0	16,1	15,3	15,1
Japón	1,7	0,7	0,0	8,8	8,7	8,2
Alemania	1,9	1,0	1,0	14,7	15,5	15,4
Francia	1,7	1,8	0,9	19,9	22,1	22,7
Italia	2,6	1,4	1,2	15,8	16,6	17,3
Reino Unido	0,8	-0,3	-0,2	21,2	21,8	19,5
Holanda	2,5	0,7	0,4	14,7	16,1	15,2
Suecia	4,6	2,2	0,1	29,9	32,9	31,5
España	5,0	2,9	4,4	10,0	12,8	14,2
Media simple OCDE	3,3	1,8	1,5	16,3	17,5	17,6
Media ponderada OCDE	2,2	0,9	1,0	15,2	15,4	15,1

Fuente: OCDE.

ante la comprobación empírica de que la regulación no disminuía los precios en las industrias consideradas monopolios naturales y, por el contrario, los aumentaba en sectores esencialmente competitivos. A ello se añadía el que, de acuerdo con los trabajos sobre la economía de la innovación, allí donde se obstaculiza la competencia se reduce el volumen y el ritmo de la innovación.

El trabajo procede a examinar los cambios originados en ciertas «industrias públicas» —líneas aéreas, telecomunicaciones, sector energético y transporte terrestre— gracias a modificaciones en tres criterios reguladores básicos: controles de entrada y salida para limitar el número de empresas; controles sobre los precios, tasas o tarifas aplicadas, y regulaciones referentes a la producción, la capacidad o las rentas utilizadas.

El trabajo comentado dedica también un apartado a las razones, la amplitud y los resultados de los esfuerzos de privatización que diversos gobiernos han emprendido en áreas tales como las telecomunicaciones, la electricidad y el gas, el transporte aéreo y por ferrocarril, ante la insatisfacción producida por los malos resultados —tanto en términos de servicios ofrecidos como financieros— conseguidos por las empresas públicas proveedoras de los mismos.

Los comentarios de los autores respecto a los resultados conseguidos son muy cautos, y señalan, ante todo, la dificultad de medirlos, ya que no es fácil separar los efectos del cambio en la propiedad de los que, simultáneamente, se reflejan en la estructura del mercado y en la reforma del sistema regulatorio. Aun teniendo en cuenta tales cautelas, los resultados de las transferencias de empresas que operaban en mercados competitivos al sector privado indican que allí donde existe competencia la empresa privada es preferible a la pública en términos de eficiencia interna y bienestar social.

LA BUSQUEDA DE MAYOR EFICIENCIA EN EL SECTOR PUBLICO

Las rigideces e ineficiencias asociadas a los sistemas de limitaciones presupuestarias utilizados a principios de los ochenta han llevado a muchos países a poner en práctica un amplio abanico de métodos dirigidos a mejorar la eficiencia en el uso de los recursos por parte del sector público.

Adoptando criterios muy generales, podrían agruparse en dos los métodos utilizados: aquellos que reposan en reformas destinadas a introducir prácticas gerenciales privadas y simular procedimientos del mercado —mejora de la información, devolución de responsabilidades presupuestarias a los respectivos organismos, descentralización en la adopción de decisiones— y los que pretenden aplicar al sector público la disciplina del mercado, ya sea cargando al usuario la totalidad o la mayor parte del coste del servicio, concediéndole vales como medio de introducir la elección del consumidor en ciertos públicos (educación, sanidad, vivienda); buscando reducir prácticas oligopolíticas en la oferta de ciertos productos al sector público (informática ligada a la defensa nacional o grandes bienes de equipo), o ampliando la contratación de bienes y servicios con el sector privado.

En todo caso, parece haberse producido un mayor énfasis —que, pasando del mero control presupuestario, se ha centrado más bien en la definición de objetivos alcanzables al mínimo costo— en la puesta en práctica de nuevos sistemas para responder con flexibilidad a los nuevos retos (véase recuadro sobre el sistema RPI-X).

Australia, Dinamarca, Canadá, Nueva Zelanda, Suecia y el Reino Unido son, a decir del informe, los países que más han avanzado en la puesta en práctica de esos sistemas.

CONCLUSIONES

La década de los noventa va a ser testigo de renovadas presiones sobre el gasto público, ya sea para recuperar la parsimonia de los ochenta, ya por aumento de los gastos sociales o por presiones crecientes para prestar mayor atención a la conservación del medio ambiente. Pero parece igualmente claro que la satisfacción de ese mayor gasto público difícilmente podía lograrse mediante un incremento sustancial de los recursos allegados por el sector público. Y ello no sólo porque las recientes reformas fiscales han agotado las posibilidades de incrementar los ingresos, sino también porque se reconocen los efectos negativos implícitos en los altos tipos impositivos y la necesidad de reducirlos en algunos casos particulares, como pueden ser los que gravan las variaciones y las ganancias de capital.

Así pues, las opciones políticas que les quedan a los gobiernos se resumen en tres grandes objetivos: aumentar la eficiencia en la provisión de bienes y servicios públicos; revisar las prioridades del gasto y los objetivos por programas, y, por último, devolver al sector privado algunas de las tareas adjudicadas al público.

Nadie pone en duda que la «producción» de determinados bienes debe seguir atribuida al sector público, pero se impone que los gobiernos intenten maximizar la eficiencia con que tales bienes y servicios se proveen. Aun cuando los medios para obtener esa mejora en la eficiencia son muy variados, es muy recomendable que el sector público se acostumbre cada vez más a la competencia que le pueda plantear el sector privado.

Dos campos en los cuales algunos países miembros de la OCDE han llevado a cabo iniciativas destinadas a implantar criterios de mercado dentro del sector público son la educación y la sanidad.

El objetivo de esas medidas es aumentar la calidad de los servicios prestados por unos hospitales y unos colegios que se ven abocados a competir entre sí para atraer a unos «clientes» que disponen de mayor libertad de elección que la tradicional en estos casos. Ello no impide reconocer la existencia de dificultades, pues los servicios se suministran a coste cero, o son fuertemente subsidiados, y ello produce una demanda insatisfecha que da lugar a una asignación de la oferta basada en criterios diferentes de los precios, o se intenta hacer pagar a los usuarios una parte creciente de los costes de producción de tales servicios, lo cual tropieza siempre con la existencia de grupos de renta baja, cuya incapacidad para pagar impide

REGULACION PUBLICA Y EFICIENCIA

Una de las cuestiones capitales en la teoría de la regulación pública es la del mantenimiento de incentivos al buen funcionamiento de la empresa o sector regulado.

Inicialmente, la empresa regulada debe obtener una tasa de rentabilidad suficiente para cubrir sus costes de producción y asegurar, además, una rentabilidad razonable a sus inversiones. El inconveniente que este enfoque presenta reside en que la empresa regulada tiene escasos incentivos para reducir sus costes, y si para aumentar su capitalización, originando ineficiencias en su proceso de producción.

Las privatizaciones de la era Reagan-Thatcher han puesto de moda un criterio alternativo denominado «regulación RPI-X» (siglas inglesas de *retail price index* y X, que es un número definido por la autoridad reguladora). De acuerdo con este criterio, las autoridades imponen un límite superior a los precios que la empresa puede cobrar, dejando a ésta libertad para fijarlos por debajo de ese límite. A su vez, esos precios-límite se definen para cestas de productos o servicios que son ajustadas periódicamente mediante un factor prefijado, exógeno a la propia empresa. El punto clave reside en que, durante un período establecido de antemano, la empresa puede variar libremente sus precios con tal que el precio medio de la cesta de sus bienes y servicios no aumente por encima del RPI-X.

Como puede observarse, la determinación de las variaciones en los precios-límite y la frecuencia con la que se ajusta el factor X cobran una relevancia especial. A diferencia del criterio de regulación mediante tasa de rentabilidad, el sistema RPI-X no supone que los costes y la demanda son conocidos y, de hecho, incentiva a la empresa a descubrirlos al tiempo que le induce a utilizar procedimientos y técnicas minimizadores de costes.

Sin duda, la gran ventaja que el RPI-X encierra consiste en que mantiene el incentivo para producir eficientemente, incentivo, por lo general, ligado a la maximización incondicional de beneficios; de tal forma, que pueda traspasarse a los consumidores una parte del incremento esperado en la eficiencia.

extender estos criterios de actuación a otros campos de la oferta del sector público.

Igualmente factible resulta la posibilidad de encomendar al sector privado la provisión de bienes y servicios actualmente facilitados por el sector público, si bien es requisito imprescindible que exista un mercado competitivo si se desea asegu-

rar el éxito de este fenómeno de desregulación que constituye una de las soluciones más esperanzadoras tanto en el suministro de infraestructuras públicas como en la financiación de ciertos esquemas de seguridad social, sin atentar, en opinión de los autores del trabajo, al principio de equidad vertical o de igualdad de acceso. El documento termina con unas frases que vale la pena transcribir literalmente: «El reto para los años 1990 es desarrollar un sector público más flexible. Los gobiernos deberán estudiar más de cerca sus objetivos, los límites de los servicios que facilitan y los medios más

adecuados para suministrarlos. Los noventa constituirán, probablemente, una década de transición antes de que los gastos sociales crezcan rápidamente de nuevo.»

NOTA

(*) Howard Oxley, Maria Maher, John P. Martin, Giuseppe Nicoletti y Patricia Alonso-Gamo, «The Public Sector: Issues for the 1990's», en *Working Papers*, núm. 90 (París: OCDE, diciembre 1990).

LA FINANCIACION DEL TESORO

Manuel CONTHE GUTIERREZ

I. INTRODUCCION

La descripción de los condicionamientos y la estrategia de financiación del Tesoro durante 1990 enmarca los comentarios sobre lo que pudiera ocurrir en 1991. Al respecto, el análisis de la financiación del Tesoro a lo largo de 1990 se puede articular sobre tres grandes apartados. En primer lugar, el régimen general de financiación, y en particular, la financiación a través del Banco de España. En segundo lugar, una breve mención a la financiación en divisas. Por último, la financiación en pesetas, donde se abordan tres aspectos interrelacionados: los instrumentos (o «materia prima» objeto de venta), el mercado de emisiones y la distribución mayorista, y la fase minorista de colocación de la deuda pública.

II. EL REGIMEN GENERAL DE FINANCIACION: EL RECURSO AL BANCO DE ESPAÑA

La posibilidad de financiación del Tesoro a través del Banco de España es un tema de moda porque, en el marco de las negociaciones sobre la Unión Económica y Monetaria, hay una voluntad clara de todos los países de incorporar al futuro tratado algunas normas al respecto. Son las llamadas «reglas de disciplina presupuestaria», que tienen una triple dimensión. Por un lado, habrá una prohibición expresa en el tratado de que los tesoros públicos se financien monetariamente, o impongan coactivamente a las entidades financieras, o a cualquier agente, la adquisición de deuda pública. Bajo este principio de «no financiación monetaria», el futuro Tratado de Unión Económica y Monetaria prohibirá, expresamente, no sólo lo que en España llamamos el recurso «en sentido estricto» del Tesoro al Banco de España (es decir, que la cuenta corriente del Tesoro al Banco de España esté con números

rojos), sino también lo que se llama, en general, recurso «en sentido amplio», consistente en la colocación directa de deuda pública en la cartera del Banco de España. Ambos estarán taxativamente prohibidos en toda la Comunidad, previsiblemente, el 1 de enero de 1994.

Existe una segunda norma de disciplina presupuestaria nacional a establecer en el tratado que en inglés habitualmente se denomina regla del *no bail out*. En castellano, esta expresión la hemos traducido preliminarmente como regla de «la responsabilidad nacional», y supone, en definitiva, la inversión radical de los principios que inspiraron el Tratado de Roma, cuyo artículo 108 se refiere a la «asistencia financiera mutua». Esta regla de la responsabilidad nacional justamente quiere decir lo contrario: implica la ausencia de asistencia financiera mutua, de forma que cada Tesoro nacional (y podríamos decir que cada comunidad autónoma o, en general, cada emisor) sea responsable exclusivo de su propia deuda, y en modo alguno pueda esperar que le saquen de apuros en caso de que no sea capaz de hacer frente a los vencimientos de su deuda.

Finalmente, hay una tercera regla que será, previsiblemente, objeto de mayor discusión: la posibilidad de limitar expresamente, no ya la forma de financiar el déficit, sino el propio déficit. En este sentido, algunos países, y singularmente Alemania, han insistido en que el propio Tratado de la Unión Económica y Monetaria limite los déficit presupuestarios en que pueda incurrir un determinado Estado. Ello recuerda a esa vieja discusión que hubo en Estados Unidos sobre la necesidad de incorporar a la propia Constitución norteamericana una nueva enmienda que exigiera el equilibrio presupuestario. En la Comunidad, curiosamente por la vía de la Unión Económica y Monetaria, se está llegando a una suerte de «constitucionalismo económico», donde el propio tratado, que será dere-

cho interno en los países miembros, prohibirá los «déficit excesivos». Quedan por delimitar en esta materia diversos aspectos y, en particular, si sería bueno establecer en el tratado reglas que limiten esos déficit o si, por el contrario, sería mejor hacer descansar esa limitación en un puro régimen de supervisión periódica discrecional por los ministros de Economía y Hacienda. Como se apuntó anteriormente, existe un acuerdo sobre la entrada en vigor del Tratado de Unión Económica y Monetaria el 1 de enero de 1994, y estas reglas, por consiguiente, entrarían en vigor en esa fecha.

¿Cuál es la situación española a este respecto? Como es sobradamente conocido, las reglas que están en vigor en España son las recientemente aprobadas por el Parlamento, mediante la Ley de Presupuestos para el ejercicio de 1990. Estas reglas distan todavía de ser tan estrictas como ese principio de prohibición absoluta de la financiación monetaria. Las reglas actuales se refieren exclusivamente a lo que antes se ha denominado recurso «en sentido estricto» (es decir, al saldo de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España), y establecen que, al final del ejercicio, no pueda tener un saldo más deudor que el registrado a 1 de enero de 1990. No se trata de que al final de cada año la cuenta no pueda tener un saldo distinto al de principios de año, sino que la regla sienta como tope la cifra absoluta existente en enero de 1990. Así, el año pasado el Tesoro ha tenido una sobre-financiación, y el saldo de la cuenta a 31 de diciembre de 1990 ha sido menos deudor que a 1 de enero, lo cual significa un margen de maniobra para los años sucesivos, porque el límite absoluto es el saldo de la cuenta a 1 de enero de 1990. En este sentido, el recurso acumulado del Tesoro al Banco de España a final del año 1990 ha sido negativo por importe de 130.000 millones de pesetas. En otras palabras, se ha cumplido con creces la limitación contenida en la Ley de Presupuestos para el ejercicio 1990.

En el futuro, el Tesoro Público se verá sometido a la regla de no financiación monetaria, que será una realidad jurídica en enero de 1994. De momento, el gobierno, en el proyecto que ha presentado al Parlamento, no ha incorporado ninguna restricción adicional. En algún momento habrá que establecerla de aquí a 1994. Lo que sí pudiera ser bueno es que el Tesoro, con independencia de que cambien o no esas limitaciones expresas legales, trate desde ahora, y en particular desde el año 1991, de acomodar cada vez más su actuación a ese principio de que el recurso al Banco de España tiene que ser algo excepcional, no sólo a lo largo

del año, sino también dentro de períodos intraanuales. Una estrategia que pudiera ser razonable en este sentido es que en el período 1991-1994 se proceda al estrechamiento de esos períodos intraanuales dentro de los cuales la financiación vía recurso, en el sentido estricto, tuviera que ser nula. Podría pensarse, por ejemplo, establecer en el primer año que el recurso al Banco de España no supere al de 1 de enero de 1990, no ya al final del año, como dice la Ley, sino en un período inferior como pudiera ser un trimestre. Antes o después habrá que avanzar por esta senda. Así, el Tesoro Público pasará poco a poco a ser lo que es cualquier emisor de deuda, y no tendrá ningún privilegio especial.

Por otro lado, respecto al principio de prohibición de mecanismos coactivos de colocación de la deuda, el gobierno ya tomó las medidas a tiempo, y el coeficiente de inversión está previsto que desaparezca en diciembre de 1992, al tiempo que se ha reducido el coeficiente de caja hasta niveles comparables internacionalmente.

III. FINANCIACION EN DIVISAS

En el año 1990, y por primera vez en el último lustro, el Estado ha tomado un porcentaje significativo de financiación en divisas. En este contexto, hay que hacer alusión a otro aspecto que se incardina de nuevo en el proceso de la Unión Económica y Monetaria. Es el papel tan relevante que en 1990 ha tenido la financiación en ECU (la moneda europea). En efecto, en el mes de abril se realizó una primera emisión por importe de 500 millones de ECU a cinco años, que se colocó tanto en España como en el extranjero. Este es un tipo de emisión que se repetirá, sin duda, en el futuro.

El ECU es en la actualidad una unidad de cuenta y de valor, y en el futuro será la moneda única. Al respecto, es bueno recordar la etimología de la palabra ECU porque resulta bastante ingeniosa. La palabra ECU, en principio acrónimo de la expresión inglesa *European Currency Unit*, la inventó, en 1978, el Presidente Giscard, que sorprendió a todos sus colegas del Consejo Europeo proponiendo un nombre inglés para la divisa comunitaria. Al poco tiempo, cayeron en la cuenta de que ese acrónimo era el nombre de la vieja moneda francesa del siglo XIII, *l'ecu*, que, dicho sea de paso, en España quiere decir «escudo».

En el ámbito monetario hay hechos novedosos que se han producido en el Consejo de Jefes de

DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACION AL FINAL DE CADA PERIODO
(En millones de pesetas)

	Deuda en pesetas							Deuda en divisas (2)	Banco de España	Total	Avales		
	Pagars del Tesoro (1)	Letras del Tesoro (1)	Deuda del Estado a medio plazo			Deudas asumidas	Deudas asumida carga financiera				Total	Interiores (3)	Exteriores
			Bonos	Obligaciones	Resto								
1990													
Situación a													
31-12-1989	4.214.524	4.742.112	3.483.772	667.083	367.708	329.097	62.681	444.059	1.156.046	15.467.082	1.203.575	243.098	
Enero	4.020.742	4.733.497	3.495.791	667.672	351.972	322.132	59.691	454.851	1.371.073	15.477.421	1.128.883	242.103	
Febrero	4.029.632	4.763.956	3.444.516	667.672	351.788	315.819	59.691	445.048	1.487.336	15.565.458	1.128.883	240.886	
Marzo	3.986.526	4.819.136	3.365.503	657.071	350.779	307.064	53.860	441.070	1.911.596	15.892.606	1.128.883	235.593	
Abril	3.961.417	5.196.035	3.305.564	657.071	350.647	299.514	53.860	458.426	1.421.105	15.703.639	1.128.883	230.177	
Mayo	3.946.837	5.319.937	3.457.952	657.071	350.457	294.398	53.860	526.402	1.539.374	16.146.288	1.128.883	238.362	
Junio	3.834.502	5.736.229	3.688.764	657.071	350.458	381.258	47.989	577.516	1.137.525	16.411.312	1.128.873	226.201	
Julio	3.799.670	5.850.010	3.917.174	658.521	334.460	376.258	47.975	611.225	559.697	16.154.990	1.039.253	217.912	
Agosto	3.769.398	5.852.610	4.037.200	658.521	334.270	376.258	47.975	607.368	811.859	16.495.459	1.039.253	219.901	
Septiembre	3.702.022	5.890.206	4.032.588	659.789	334.270	376.179	42.160	606.258	1.636.727	17.280.199	1.039.253	221.398	
Octubre	3.599.089	5.963.502	4.065.669	649.538	319.869	376.144	42.160	605.575	929.461	16.553.007	1.039.253	216.193	
Noviembre	3.460.999	6.149.352	4.032.873	649.538	319.679	376.144	42.160	615.655	1.150.816	16.797.216	1.039.253	203.127	
Diciembre	3.418.858	6.453.647	4.149.660	649.538	286.419	375.419	36.845	635.545	1.026.330	17.032.261	1.039.253	202.906	
	(3.707.811)	(7.382.267)								(18.249.834)			
1991													
Situación a													
31-12-1990	3.418.858	6.453.647	4.149.660	649.538	286.419	375.419	36.845	635.545	1.026.264	17.032.264	1.039.195	202.906	
Enero	3.253.954	5.996.862	4.038.832	649.538	269.214	451.737	36.845	651.129	1.942.476	17.290.587	965.243	193.542	
Febrero	3.205.194	6.203.880	4.671.179	649.538	269.030	444.714	36.845	655.641	981.079	17.117.100	965.243	193.992	
Marzo	3.166.849	6.399.202	5.366.093	746.877	269.031	438.115	32.423	652.602	683.283	17.754.475	965.243	—	
	(3.434.469)	(7.327.687)								(18.950.580)			

(1) Importe efectivo. En el último mes se incluye, además, el importe nominal entre paréntesis.

(2) Valorada a los tipos de cambio vigentes a 31 de diciembre de 1989 y 1990. Incluye la Deuda Perpetua Exterior.

(3) Se incluyen también las cédulas para inversiones.

Este cuadro muestra la evolución de la necesidad de financiación del Estado a lo largo del año 1989 y el primer trimestre de 1990, y la evolución de la financiación obtenida del mercado en relación a la que en cada momento era necesaria para cubrir tanto el déficit de caja del Estado como la variación de activos financieros.

En primer lugar, queda de manifiesto una financiación obtenida de mercado que excede de la necesidad de endeudamiento del Estado en el período comentado. La posición de crédito con el Banco de España muestra, en efecto, una reducción en diciembre de 1990, respecto a la existente un año antes, de casi 130.000 millones, y luego, durante el primer trimestre de 1991, de otros 343.000 millones. La reducción del saldo experimentada en 1990 encubre una evolución de grandes vaivenes a lo largo del año e ilustra la necesidad de establecer una limitación del recurso al crédito del Banco de España más estricta, desde el punto de vista temporal, que la recogida en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990. Como es sabido, esta Ley consolidó en un crédito singular la posición del Tesoro en el Banco de España a 31 de diciembre de 1989 y vedó la posibilidad de que al término de cada año el saldo de crédito del Tesoro en el Banco de España pudiese exceder de aquella posición consolidada. En 1991, la reducción del crédito del Banco al Tesoro refleja la extraordinaria demanda de deuda del Estado por parte de no residentes como consecuencia de la modificación de la regulación fiscal aplicable a los rendimientos obtenidos por dichos inversores, de la sólida posición de la peseta dentro del sistema monetario europeo y de las expectativas de paulatina convergencia de los tipos de interés españoles hacia los europeos.

En segundo lugar, muestra el cuadro la firme modificación

de la estructura de la financiación del Estado por instrumentos de deuda. Los pagarés del Tesoro se reducen como consecuencia conjunta de la paulatina desaparición del coeficiente de inversión de las entidades de crédito y de la competencia proveniente de otros activos con régimen fiscal semejante. El coeficiente está sujeto a un proceso de sucesivas y crecientes reducciones trimestrales que habrá de culminar el 31 de diciembre de 1992 con la supresión del citado coeficiente. El año 1991 será, según parece, el de la práctica desaparición de los pagarés del Tesoro en su configuración jurídico-fiscal actual, toda vez que el mismo proyecto de norma que contempla la posibilidad de su transformación en una deuda pública especial destinada a facilitar la normalización fiscal de los fondos colocados en pagarés del Tesoro, dispone la desaparición de su actual régimen para los que se emitan con posterioridad al 31 de diciembre de 1991, aunque continuando vigente para los que estén en circulación en ese momento y hasta su amortización final.

Las letras del Tesoro parecen haber alcanzado un tope en su importancia relativa dentro de la financiación del Estado, siendo de prever su paulatina disminución en beneficio de los bonos y de las obligaciones del Estado, que representan una financiación prioritaria para el Tesoro y que, como sucede con expectativas decrecientes sobre los tipos de interés, concitan las preferencias de los inversores, y de modo particular de los no residentes.

La deuda en divisas muestra un crecimiento derivado de la política seguida en 1990, y continuada en 1991, de acudir de forma apreciable a la financiación exterior en divisas, rompiendo con la práctica seguida en la segunda mitad de la década de los ochenta.

Gobierno y Estado de Roma a finales de octubre. Las conclusiones adoptadas han sido suscritas por todos los países, menos por el Reino Unido. Es importante señalar que han sido expresamente aprobadas por el Canciller alemán, señor Kohl, hecho a destacar habida cuenta de que Alemania tradicionalmente no ha sido una de las más fervorosas defensoras del ECU. Las tres conclusiones de relevancia —no ya en el terreno abstracto de la unión monetaria, sino en el terreno concreto de los mercados monetarios— son: en primer lugar, que el Tratado de Unión Económica y Monetaria entrará en vigor el 1 de enero de 1994, si bien la Comunidad Económica no será una unión monetaria plena hasta finales de la década de los noventa. La segunda conclusión importante, porque tiene ya el apoyo alemán, o por lo menos el apoyo del Canciller alemán, es la idea de que el ECU será la moneda única en la Comunidad cuando ésta alcance la plena unión monetaria. Una tercera conclusión, también notable, que de nuevo tiene relevancia a efectos de la financiación del Tesoro, es que desde ahora (y desde luego a partir de 1994, antes de que sea una realidad plena la unión monetaria) habrá un desarrollo y fortalecimiento creciente del ECU. De ahí justamente que el Tesoro, en línea con esa convicción, sea uno de esos prestatarios que a partir de ahora financiará sistemáticamente una parte, quizá significativa, de todas sus necesidades de financiación anuales en el mercado del ECU, en la esperanza de que esas emisiones sean emisiones internas, o cuando menos emisiones mixtas, pero consciente de que, en buena medida, tenderán a colocarse en el extranjero como, desgraciada o afortunadamente, ocurrió en esta primera emisión del mes de abril.

IV. FINANCIACION EN PESETAS

1. Los instrumentos

Pasando ya al terreno más conocido de la financiación en pesetas, se podrían hacer algunas observaciones sobre la «materia prima» que se emite. Las consideraciones se harán partiendo de los plazos más largos a los más cortos.

Por lo que se refiere a las *obligaciones* a diez años, hay que señalar el escaso éxito obtenido en su colocación desde enero de 1989. Las cantidades que se han colocado en el mercado, hasta ahora, son bastante pequeñas y, en concreto, la última emisión ha quedado desierta. La escasa colocación de obligaciones se explica, en primer lugar, por el criterio, no sólo del Tesoro, sino del propio Ministerio, de emitir a un tipo absoluto no

mayor del 13,49 por 100, ya que, en una perspectiva a diez años, con el acercamiento creciente a la Unión Monetaria, y a la vista del agotamiento de la fase más expansiva del ciclo económico, se considera que un 13,49 por 100 es un tipo relativamente alto.

Por otro lado, es perfectamente comprensible la actitud de muchos inversores que hayan tenido malas experiencias en el pasado con la renta a largo plazo, y, en consecuencia, no quieran oír hablar de obligaciones a diez años. Pero también es igualmente comprensible que los emisores se tientes mucho la ropa antes de comprometerse durante diez años a pagar unos tipos que ahora, en el contexto de la crisis del Golfo, pueden parecer poco generosos, pero que, en una perspectiva a más largo plazo, pudieran ser verdaderamente prohibitivos.

Conviene, a este respecto, recordar el debate que se ha producido hace unos meses en círculos financieros británicos. La discusión ha girado en torno a las implicaciones que iba a tener un proceso de unión monetaria acelerado en la Comunidad sobre ese mercado con tipos de interés de la deuda a largo plazo, que, aun siendo inferiores al citado anteriormente del 13,49 por 100, están bastante altos. En algún momento, se ha suscitado el problema de la redistribución de rentas que produciría una desinflación inesperada en el Reino Unido como consecuencia de un proceso de unión monetaria muy rápido. Ello provocaría, tanto en el Reino Unido como en toda la Comunidad, una disminución notable de las tasas de inflación y, por consiguiente, de los tipos de interés nominales. Este es un tema interesante, porque ilustra el reverso de un problema muy conocido.

Desde hace mucho tiempo, y siguiendo el magisterio de ilustres catedráticos de Hacienda, se ha oído hablar de la idea del «impuesto inflacionario» cuando se produce una tasa de inflación alta no prevista. Esto equivale a un impuesto para los que tienen unas rentas nominales fijas y no habían anticipado esa inflación inesperada. Lo que todavía no han mencionado los libros de Hacienda, y deberían hacerlo, es el concepto simétrico de la «subvención deflacionaria», que es el beneficio extraordinario que obtienen aquellos que han fijado en términos nominales una renta, partiendo de una previsión de inflación, y luego tienen la suerte de que la tasa de inflación queda por debajo de la inicialmente incorporada a esas expectativas. Lógicamente, los inversores no quieren que se les someta a ningún impuesto inflacionario, pero los emisores en general, y el Tesoro en particular, tampoco quieren comprometerse a pagar en el futuro ningun-

na subvención deflacionaria. Esta razón explica por qué las cantidades colocadas en España serán siempre modestas en tanto en cuanto los tipos de interés nominales a los cuales se pueda emitir no tiendan a reducirse.

En relación con los *bonos* a tres y cinco años, son conocidas tres novedades que se han producido en este año pasado, y que quizá ya son historia. En primer lugar, la supresión de las comisiones de colocación y la traslación de ese rendimiento implícito al rendimiento explícito producido en la subasta. En segundo lugar, la sustitución de los cupones semestrales de los bonos por la figura del cupón anual, con el deliberado propósito, por un lado, de acercar más la deuda española a largo plazo a la técnica que es habitual en el euromercado (y en particular, la que venía utilizándose desde hace varios años en el mercado «matador» de emisiones de no residentes), y por otro lado, de facilitar las cesiones temporales de esa deuda a particulares. Finalmente, la tercera novedad que se ha intro-

ducido, y que posiblemente se vuelva a repetir en el año 1991, es la posibilidad de canje de emisiones antiguas, con escasa liquidez y pequeña vida residual, por emisiones nuevas. El propósito es hacer grandes emisiones de valores, lo más líquidos posible, y que además sean referencias valiosas de cara a la contratación en los mercados futuros y de opciones.

En los últimos meses se ha constatado clarísimamente un interés creciente por parte de los no residentes por la adquisición de estos bonos a tres y, en menor medida, a cinco años. Esta tendencia, en el caso de los bonos a cinco años, estuvo a punto de mostrar un vigor bastante notable, y sólo la crisis del Golfo quebró esa tendencia. El interés creciente de los no residentes podrá aumentar si prosperan, como no puede ser de otra forma, las modificaciones fiscales que están ya contenidas en el proyecto de Ley del Impuesto sobre la Renta que el gobierno presentó a las Cortes. Tal y como fue presentado el proyecto, se contempla (tanto en

NEGOCIACION EN LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA (Datos en miles de millones)

	Negociación bursátil			Negociación en el sistema de anotaciones en cuenta (*)						Negociación en el conjunto del mercado				
	Pagars del Tesoro		Bonos y obligaciones	Pagars del Tesoro		Letras del Tesoro		Bonos y obligaciones		Total		Pagars del Tesoro	Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones
	Op. simples	Op. con pacto de recompra		Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples	Op. con pacto de recompra			
1986 ..	54	3.635	498	1.603	31.001					2.101	31.001	32.604		498
1987 ..	66	4.866	410	758	23.081	1.117	24.174	401	3.900	2.686	51.155	23.839	25.291	4.711
1988 ..	23	3.746	189	1.695	37.695	2.455	112.688	6.315	22.123	10.654	172.506	39.390	115.143	28.268
1989 ..	27	1.234	46	1.671	41.092	7.231	175.596	8.690	46.727	17.638	263.415	42.763	182.827	55.463
1990 ..			32	1.113	31.785	7.153	194.701	14.207	71.472	22.505	297.958	32.898	201.854	85.711
1991 ..			7	267	6.487	4.152	42.230	8.474	19.890	12.900	68.607	6.754	46.382	28.371
Enero ..			2	96	2.991	1.264	15.280	1.710	6.596	3.072	24.867	3.087	16.544	8.308
Febr. ..			4	85	1.815	1.866	14.990	3.053	6.486	5.008	23.291	1.900	16.856	9.543
Marzo ..			1	86	1.681	1.022	11.960	3.711	6.808	4.820	20.449	1.767	12.982	10.520

(*) Incluye la negociación de la Central de Anotaciones y de las Entidades Gestoras.

El cuadro muestra los rasgos básicos de la evolución del mercado secundario de deuda pública en los últimos años. En primer lugar, cabe destacar que el crecimiento experimentado por el mercado, particularmente desde la implantación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en 1987. En segundo lugar, la eficacia del mercado de anotaciones en cuenta, y la exclusiva representación de la nueva deuda bajo esta forma, ha atraído la práctica totalidad de las operaciones en detrimento del mercado bursátil. Cabe esperar, en este sentido, una revitalización del mercado bursátil de deuda cuando comience a negociarse en el mismo la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, comienzo que se prevé para finales del primer semestre del año en curso.

Muestra el cuadro, asimismo, el predominio de las operaciones con pacto de recompra, detrás del que se esconden varias características destacadas del mercado de deuda. Entre éstas cabe citar las siguientes: el predominio en volumen del mercado minorista dentro del mercado total, la preferencia del público por el corto plazo y el grado de intermediación de las entidades

de depósito en la distribución de deuda, dando preferencia a mecanismos de transformación, como las cuentas o depósitos financieros basados en la cesión temporal de deuda. Merece destacarse, sin embargo, la recuperación relativa de las operaciones simples y reducción, asimismo relativa, de las operaciones con pacto de recompra que parece apuntarse en los primeros meses de 1991, y que pudiera reflejar, por una parte, el creciente peso de inversores institucionales y no residentes y, por otra, el efecto de la desaparición del coeficiente de caja. Este último ha reducido la ventaja de la cesión temporal de deuda en relación a los pasivos propios de las entidades como medio de instrumentar sus cuentas de alta remuneración.

A la influencia de la inversión de no residentes y, en menor medida, al desplazamiento de la demanda de residentes hacia el largo plazo, por efecto de las expectativas bajistas sobre los tipos de interés, cabe atribuir el estancamiento relativo de las operaciones de todas clases sobre las letras del Tesoro y el sustancial incremento de las operaciones sobre bonos y obligaciones del Estado.

el impuesto sobre personas físicas como en el de sociedades) un cambio sustantivo, consistente en que las rentas de capital que obtengan los no residentes comunitarios quedarán exentas de tributación en España. Cabe preguntarse si esa norma contemplada en el proyecto, que se refiere exclusivamente a los inversores residentes en la Comunidad, pudiera, a lo largo del proceso de tramitación, hacerse extensiva a residentes en países distintos a los de la Comunidad.

En este contexto, conviene resaltar, quizá por ser poco conocido, que la legislación vigente pone a disposición de las entidades de crédito un régimen fiscal de esa naturaleza. En efecto, los depósitos en pesetas convertibles son, de acuerdo con el Reglamento del Impuesto de Sociedades, el único activo en pesetas (quitando las emisiones de los bonos matador) que no está sometido a retención y, por ende, o como consecuencia más o menos explícita, a tributación, cualquiera que sea la residencia del inversor. No tiene mucho sentido que ese pasivo bancario tenga tal régimen y que el resto de pasivos equivalentes —incluidas, por ejemplo, las letras del Tesoro— tenga un régimen de exención que se limite exclusivamente a los residentes en la Comunidad. Por ello, no cabe descartar la posibilidad de modificación del Proyecto de Ley de Renta a lo largo de su tramitación (*).

Pasando de los tres años a los dieciocho meses, aparecen los polémicos *pagarés del Tesoro*. Ya se puede constatar, con cierta satisfacción, que se ha disipado en el mercado esa confusión de ideas, de muy diverso género, que se produjo como consecuencia de la publicación en la prensa de determinados aspectos relativos a la configuración de los pagarés del Tesoro.

En este sentido, y de acuerdo con la actual configuración legal vigente en España, hay que hacer un distingo sobre cuál es la situación actual de los pagarés del Tesoro y cualesquiera cambios legislativos futuros que el Parlamento, en el ejercicio de su soberanía, pueda acordar. A veces se olvida, o los medios de comunicación olvidan, que la situación actual de los pagarés del Tesoro está consagrada en una Ley, la Ley de Activos Financieros. Esta norma está desarrollada en un Real Decreto del gobierno, que es el Reglamento de la Ley de Activos Financieros, y recientemente encontró ulterior desarrollo en una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de junio, en donde se establece el régimen especial de identificación de titulares en el caso de los pagarés del Tesoro.

En todos esos casos, se consagra por una Ley (que lógicamente el Parlamento podrá modificar, pero que en tanto no se modifique estará absolu-

tamente vigente) el principio de la opacidad fiscal de los pagarés del Tesoro. Como se ha dicho en algunas ocasiones, esa opacidad fiscal (y, lo que es más, el hecho de que los pagarés del Tesoro tengan el «monopolio» de la opacidad fiscal) tiene una justificación teórica bastante clara: reside en el hecho de que quien verdaderamente sufre con el fraude fiscal es la hacienda estatal, en el caso de los territorios de derecho común, o, en el caso de los territorios forales, la hacienda foral. Parece lógico, pues, que esas haciendas, que dejan de recibir ingresos por el fraude fiscal, sean las únicas titulares del monopolio de emisión de unos instrumentos que, por una vía un poco heterodoxa, permiten ahorrar a las arcas públicas unos recursos que debían haber entrado por la vía impositiva.

En un terreno mucho más coloquial, no cabe duda de que los pagarés del Tesoro sólo tienen sentido en tanto en cuanto existe una actividad defraudadora perseguida por la propia Administración del Estado. Sin pecar de moralismo, hay que recordar algo estudiado en el Bachillerato: la famosa figura del «derecho de asilo» de la Santa Madre Iglesia. Se recordará que, de acuerdo con esa noción, la Iglesia no se veía moralmente obligada a poner inmediatamente a disposición del poder civil a los pecadores que pedían refugio en un templo. El pagaré del Tesoro, conceptualmente, se puede ver como una especie de derecho de asilo que, desde luego, presupone una infracción tributaria por parte de sus titulares, pero que, coyunturalmente, y en una situación presupuestaria y política española, tuvo su razón de ser. En cualquier caso, como decía, la situación de los pagarés del Tesoro está hoy consagrada en una Ley que el Parlamento podrá modificar, pero es bueno que conceptualmente mantengamos dos planos perfectamente separados: lo que «es» y lo que «podría ser en el futuro». De otra forma, se pueden producir pánicos absurdos que no tienen ninguna justificación real.

Finalmente, las *letras del Tesoro* siguen jugando un papel decisivo en la financiación del Estado, si bien en 1990 los bonos del Estado han jugado un papel nada desdeñable para el conjunto del año. En 1990, el Tesoro ha conseguido una financiación neta, vía bonos, de 631.500 millones de pesetas, si bien hay que reconocer que todavía la letra del Tesoro sigue teniendo un protagonismo muy singular. Al 31 de diciembre de 1990, la financiación neta en letras del Tesoro ha sido de 1.712.000 millones de pesetas. Esta estructura a favor de las letras respecto a los bonos deberá modificarse en el medio plazo. Uno de los corolarios que se derivan de la supresión absoluta de los mecanismos de financiación con el Banco de España es que

EVOLUCION DE LOS VALORES LIQUIDATIVOS Y PATRIMONIOS DE «FONDTESORO»
(Comparación de datos a 17-4-1991 con respecto a 31-12-1990)
(En pesetas)

Nombre	Patrimonio				Valor liquidativo			
	Actual	31-12-1990	Variación	Variación porcentaje	Actual	31-12-1990	Variación porcentaje	Rentabilidad anualizada
Fondtesoros FIM								
AC Deuda Fondtesoro	3.200.582.399	616.546.161	2.584.036.238	419,11	1.088,53	1.029,84	5,70	20,81
AB Fondtesoro	4.698.568.410	1.940.135.326	2.758.433.084	142,18	1.100,03	1.043,08	5,46	19,88
Adepa Fondtesoro	3.428.422.691	2.596.311.013	832.111.678	32,05	1.359,25	1.310,49	3,72	13,27
Dineuro Fondtesoro	954.854.104	402.590.059	552.264.045	137,18	10.792,89	10.403,31	3,74	13,36
Fondbilbao Fondtesoro	794.548.221	603.493.444	191.054.777	31,66	1.118,71	1.026,39	8,99	34,15
Fondeuda Ahorro Fondtesoro	4.930.543.357	1.169.090.502	3.761.452.855	321,74	11.627,32	11.049,54	5,23	18,99
Hispano Rendimiento Fondtesoro	1.575.297.946	525.928.389	1.049.369.557	199,53	54.685,00	51.901,96	5,36	19,50
Mapfre Fondtesoro	1.541.767.800	575.992.753	965.775.047	167,67	1.089,10	1.030,81	5,66	20,64
Iberagentes Fondtesoro	12.045.800.976	3.550.361.951	8.495.439.025	239,28	1.111,80	1.045,46	6,35	23,35
Santander Fondtesoro	1.676.432.364	539.178.206	1.137.254.158	210,92	1.087,39	1.034,31	5,13	18,62
Total FIM	34.846.818.268	12.519.627.804	22.327.190.464	178,34			5,17	18,78
Fondtesoros FIAMM								
AC Cuenta Fondtesoro	2.484.105.690	1.960.083.272	524.022.418	26,73	107.012,83	103.073,99	3,82	13,65
BBV Activos Fondtesoro	4.452.946.032	2.437.081.115	2.015.864.917	82,72	108.712,61	104.358,97	4,17	14,96
DinerMadrid Fondtesoro	3.269.305.340	1.975.367.087	1.293.938.253	65,50	108.297,11	103.921,25	4,21	15,11
Fondeuda Efectivo Fondtesoro	8.561.089.937	4.319.041.222	4.242.048.715	98,22	116.362,07	111.579,37	4,29	15,39
Gaesco Fondo Fondtesoro Fiamm	548.917.658	242.792.359(*)			103.880,58	102.473,07(*)		
Hispanotesoro Fondtesoro	2.596.336.797	1.706.946.403	889.390.394	52,10	214.962,68	206.804,16	3,95	14,11
Merchbanc Fondtesoro	2.994.260.092	1.669.907.000	1.324.353.092	79,31	108.148,94	104.073,45	3,92	14,00
Santander dinero Fondtesoro	1.805.611.266	1.576.643.851	228.967.415	14,52	107.073,69	103.360,46	3,59	12,79
Total FIAMM	26.712.572.812	15.887.862.309	10.824.710.503	68,13			3,99(*)	14,28(*)
Total Fondtesoros FIM y FIAMM	61.559.391.080	28.407.490.113	33.151.900.967	116,70			4,67(*)	16,85(*)

(*) Valor correspondiente al 7 de marzo de 1991, fecha de inicio de la actividad del fondo, respecto a la cual se calculan las variaciones. Este fondo no se incluye para el cálculo de las variaciones totales del valor liquidativo y de la rentabilidad anualizada.

Notas:

Las Variaciones (%) se calculan en función de $(VF/VI-1) \times 100$, siendo VF y VI los valores finales e iniciales, respectivamente.

La Rentabilidad Anualizada se calcula en función de $T = [(VF/VI)^{(365/107)} - 1] \times 100$, donde T es la rentabilidad anualizada en tanto por cien.

La Variación % y la rentabilidad anualizada del total Fondtesoros FIM y FIAMM se obtiene con la media ponderada respecto de los patrimonios.

El esquema de promoción de fondos de inversión especializados en valores del Tesoro, denominados genéricamente «Fondtesoro», ha mostrado un alto potencial de crecimiento en los escasos seis meses que lleva de funcionamiento efectivo, teniendo en cuenta, además, que la entrada en actividad de los distintos fondos se ha producido de forma muy escalonada en el tiempo, hasta el punto de que todavía en estos momentos no han completado los requisitos reglamentarios para hacerlos dos de los fondos de inversión integrados en el esquema.

Los 61,6 miles de millones que alcanzó el patrimonio de estos fondos el 17 de abril es un índice esperanzador de la expansión que esta forma de inversión institucional puede alcanzar en nuestro país, si se dedica a su distribución un mínimo esfuerzo de promoción, acompañado de un deseo sincero de venta, por parte de las entidades con suficiente red de distribución. Estas han sido hasta ahora las entidades de crédito, en cuyos grupos financieros se cuenta la mayor parte de las grandes gestoras de este tipo de instituciones.

Ciertamente, la evolución de la Bolsa en el año 1990 y la reducción sustancial de los tipos de interés de la deuda han propiciado las llamativas tasas de crecimiento de estas instituciones y, de modo especial, de los fondos de inversión mobiliaria, en los que el mayor componente de inversión a vencimiento ha propiciado la obtención de plusvalías traducidas en altas tasas de incremento del valor liquidativo de las participaciones. En este sentido, merece la pena señalar que la rentabilidad anualizada es una medida que sesga sustancialmente al alza el rendimiento anual esperable de los fondos de inversión y, de modo especial, de los FIM. La razón estriba en que un suceso

como la reducción de los tipos de interés, en la medida en que ha tenido lugar en el primer trimestre del año, parece poco probable que se repita con igual intensidad en los siguientes trimestres.

Puede llamar la atención el hecho de que los fondos «Fondtesoro» que mayor crecimiento muestran hasta el momento sean, precisamente, los gestionados por sociedades no ligadas a grupos a cuya cabeza figura una entidad de crédito. Este hecho suscita algunas sospechas sobre las razones últimas de la falta relativa de arraigo y desarrollo de este tipo de instituciones de inversión colectiva en el sistema financiero español. En la medida en que tales sospechas respondan a la realidad, cabe esperar mayores efectos de la iniciativa adoptada por el Tesoro al promover el esquema Fondtesoro, toda vez que el conocimiento de las ventajas de estas instituciones como vías de colocación del pequeño ahorro desatará un proceso competitivo cuyas consecuencias en mayor o menor grado pueden anticiparse, recordando lo sucedido con las cuentas de alta remuneración. Al fin y al cabo, algunos de los fondos de inversión en activos de mercado monetario que mayor desarrollo han tenido hasta el momento, han cumplido para las entidades de crédito, en cuyo ámbito figuran, un papel sustitutivo de las cuentas de alta remuneración.

Finalmente, la reciente modificación del régimen fiscal de los fondos y el tratamiento de las plusvalías contenido en el proyecto de Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en estos momentos en tramitación en las Cortes, permiten abrigar fundadas esperanzas de que la expansión de estas entidades es un rasgo estructural del mercado de deuda y del sistema financiero español en su conjunto.

será necesario prestar una renovada atención al vencimiento medio de la deuda. Ello conducirá a que, en su momento, la financiación con bonos tenga mayor prioridad que la que tiene hoy.

2. Los mecanismos de emisión: el mercado mayorista

Pasando ahora al segundo aspecto de la financiación en pesetas, los mecanismos de emisión, y lo que pudiera ser el mercado «mayorista», pocas novedades se pueden reseñar, salvo los intentos de potenciación por el Banco de España de la figura de los creadores de mercado.

En cuanto a perspectivas futuras, de cara a 1991, la reflexión obligada gira en torno al hecho de que una política de no recurso al Banco de España tendrá que traducirse crecientemente en la formulación de objetivos cuantitativos en las diversas subastas de los distintos instrumentos. Una posible consecuencia de la formulación de objetivos cuantitativos concretos para cada emisión de instrumentos pudiera ser, en algunos instrumentos o en la colocación en determinados mercados (por ejemplo, no residentes), la necesidad de hacer algún experimento con técnicas de aseguramiento que minimicen el riesgo de las entidades que participen en él. Estas técnicas de aseguramiento conllevan un riesgo escaso para las entidades directoras de la emisión, lo cual se traduce en que los diferenciales derivados del aseguramiento son, en general, bastante pequeños.

Una idea susceptible de investigación más profunda, con vistas a potenciar las emisiones a largo plazo en pesetas, es hasta qué punto pudiera tener sentido, para obligaciones a diez años o en general para deuda a muy largo plazo, la elaboración de una regla, conocida en otros mercados, sobre recompra obligatoria de deuda por el propio emisor. Esta regla genera, en definitiva, una cierta liquidez en las emisiones, por cuanto obliga al propio emisor a retirar una pequeña parte (tiene que ser pequeña, porque si no equivale a tener deuda a corto plazo) de las emisiones cuando éstas coticen por debajo de la par a lo largo de su vida. Quizá ésta es una regla que pudiera tener interés, pero no cabe duda de que es un *second best*. Lo interesante es que la liquidez la dé el mercado y los creadores de mercado, pero hay que reconocer que, en deuda a muy largo plazo, puede tener sentido que haya algún mecanismo complementario que ayude a producir la liquidez.

3. Comercialización al por menor: la fase minorista

En el terreno de la comercialización al por menor

de la deuda del Tesoro, hay algunas novedades que reseñar. Una primera es la creación, en febrero de 1990, de las llamadas cuentas directas en el Banco de España. Estas cuentas han tenido lo que podría denominarse un éxito «preocupante». Éxito preocupante porque el volumen de inversión de los particulares a través de esas cuentas ha crecido de una forma rapidísima. Recientemente, el saldo de particulares en cuentas directas en el Banco de España superaba los 130.000 millones de pesetas. El saldo de estas cuentas va creciendo de una forma exponencial, y podría calificarse este hecho como signo de éxito. Sin embargo, es preocupante porque lo que demuestra verdaderamente es un problema de eficiencia en el proceso de colocación de deuda. De hecho, indica cómo los particulares tienen mucho más interés en comprar la deuda a través del Banco de España (lo que, al fin y al cabo, es engorroso) que adquirirla a través de las entidades financieras con las que habitualmente trabajan. No cabe duda de que, tal como se han configurado las cuentas directas, las condiciones para el particular son verdaderamente espléndidas, pero de lo que no cabe duda tampoco es de que siempre es más difícil, y más incómodo, hacer la inversión vía Banco de España; y además la inversión tiene más dificultades a la hora de liquidarse.

Una segunda novedad en materia de comercialización al por menor de deuda ha sido la creación de los fondos de inversión especializados en deuda, los denominados «Fondtesoro». Se trata de un caso donde el éxito no va a ser preocupante, sino todo lo contrario, porque el producto lo merece por todas sus ventajas fiscales, de liquidez y de gestión especializada. Tenemos constancia de que muchas cajas de ahorros van a comercializarlo de forma activa. A las ventajas inherentes a este producto no cabe sino añadir las grandes mejoras en la normativa de las instituciones de inversión colectiva, recogidas en el nuevo reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado el día 2 de noviembre. El Reglamento establece unas normas que para algunos pueden ser un poco draconianas, pero que en definitiva tratan de defender los intereses del partícipe, evitar posibles conflictos de intereses entre la sociedad gestora y el partícipe, y dar cumplimiento a ese principio consagrado desde antiguo (por lo menos desde 1984), en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, de que las sociedades gestoras se deben a sus partícipes y no a las instituciones de las que dependen.

Hay dos aspectos adicionales en este ámbito a desarrollar en 1991. Por un lado, la posibilidad que están analizando las bolsas de valores de adicionar

al mercado de deuda pública anotada un segmento bursátil mediante contratación a través de ordenador. En otras palabras, una especie de mercado continuo o un mercado, en definitiva, informático, donde se centralicen las órdenes de compra y venta y, por consiguiente, no funcione como «mercado de precios», sino como «mercado de órdenes». Las bolsas de valores están trabajando con interés en este tema y a lo largo de 1991 rendirá fruto esta iniciativa.

Y, finalmente, otra actividad, esta vez correspondiente al Banco de España, con vistas a mejorar la transparencia del mercado, es la incorporación al *Boletín de la Central de Anotaciones* del Banco de España de cotizaciones concretas, no ya para grandes paquetes de inversión o desinversión, sino también para partidas de carácter minorista. Esas cotizaciones podrán servir de punto de referencia a los interesados en este tipo de valores y, por consiguiente, facilitar a los particulares la selección de aquellas entidades que ofrezcan la mejor rentabilidad a la compra o a la venta de los valores.

NOTA

(*) El Real Decreto Ley 5/1990, de 20 de noviembre, de medidas fiscales urgentes, establece, en su artículo 2.º, apartado tres, número 2, la exención de tributación en el IRPF a los intereses e incrementos patrimoniales derivados de la deuda pública obtenidos por personas físicas no residentes que no operen a través de establecimiento permanente en España. La exención se instrumenta jurídicamente sobre la base de considerar el objeto imponible como no obtenido o producido en España. En el número 3 del artículo citado, esta exención de tributación en el IRPF de los intereses e incrementos de patrimonio derivados de bienes muebles distintos de la deuda pública se extiende solamente a personas físicas no sujetas por obligación personal de contribuir, y que residan habitualmente en otros estados miembros de la CEE.

La Ley 3/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, en su artículo 62, f), números 1 y 2, se pronuncia en los mismos términos que el Real Decreto Ley de medidas fiscales urgentes, pero en relación con el impuesto de sociedades.

II. MERCADOS FINANCIEROS

EXPECTATIVAS DEL MERCADO BURSÁTIL

César ALIERTA

I. INTRODUCCION

El punto fundamental del presente artículo es tratar de demostrar que, a los niveles actuales, la Bolsa de Madrid está subvalorada.

El esquema básico consistiría en analizar dicha subvaloración a través de metodologías diferentes y en una posterior descripción de la estructura de propiedad de nuestra Bolsa que subyace como causa estructural de dicha subvaloración.

Los tres análisis diferentes constan sucesivamente en la comparación de los niveles de precios de nuestra Bolsa con otras, en la comparación de los niveles actuales con su propia historia y en la valoración fundamental de la misma, a través de las variables que teórica e históricamente han determinado el nivel de precios.

En el cuadro núm. 1 se analiza, desde junio de 1981 hasta septiembre de 1987, el coeficiente de correlación de la Bolsa de Madrid con los otros mercados. Como es lógico, los coeficientes de correlación más altos se dan con nuestros países vecinos, más similares a nosotros, y cuyas economías están más entrelazadas con las nuestras, como Italia y Francia. Después aparecen Japón y Estados Unidos. Es muy probable que los coeficientes de correlación con los países de nuestro entorno hayan subido a niveles del 0,5 mínimo, dada nuestra entrada en el Mercado Común y dada nuestra integración económica y política al mundo occidental desarrollado, que ha hecho de España una alternativa más en ese contexto, y no en el mercado «emergente y con riesgo» que éramos considerados antes.

En el cuadro núm. 2 se ve cuál ha sido la evolución de la Bolsa de Madrid desde el famoso 2 de agosto hasta el 6 de noviembre, y se ve que el descenso que han tenido las diferentes bolsas no

es lineal. Es decir, la que menos ha bajado era Londres (un 13,70), Nueva York (14,28), París (17,78). Por encima de ellas estaba Madrid, con 22,17, y después Tokio, Milán y Francfort.

Aquí podríamos hacer dos grupos de bolsas. Uno, aquellas que han bajado por causas específicas, como pueden ser los casos de Tokio y Francfort, y luego el resto. Tokio, por el problema de los bancos japoneses, por los niveles de valoración que tenían, por la subida de los tipos de interés, por una serie de razones en las que no vamos a entrar ahora; y Francfort, porque había habido quizá un exceso de optimismo con la reunificación alemana, y al enfocar el problema de Alemania del Este los inversores han pensado que, a lo mejor, lo más prudente era salirse una temporada y volver cuando esos problemas estén un poco más resueltos.

Las dos bolsas que más han bajado, si exceptuamos la de Tokio y la de Francfort, han sido las de Madrid y Milán. Las características comunes a las dos bolsas son que tienen escasez de inversores domésticos institucionales, es decir, la inversión doméstica institucional es muy débil, y la inversión doméstica extranjera es casi tan importante como los inversores domésticos. Los inversores extranjeros han buscado liquidez, y no ha habido la contrapartida en los inversores domésticos para hacer frente a ello. Por eso, han bajado mucho más que bolsas como las de Londres o Nueva York, cuyos indicadores económicos, realmente, a nivel de precios, parece que son más preocupantes que los nuestros.

En el gráfico 1 se ve el comportamiento de la Bolsa española en dólares, medido por el índice Morgan Stanley, de 1977 hasta 1990, y hay dos períodos clarísimos: el período del 1977 a 1985, prácticamente desde que se inicia la transición española, en que nuestra Bolsa está prácticamente

llana, y de 1985 hasta ahora. Se comporta en todos esos años significativamente peor que lo que se comportaron el índice mundial y el índice europeo; incluso en la época buena de nuestra Bolsa, se ve en la curva que, medido en dólares, el comportamiento de la Bolsa de Madrid ha sido inferior al comportamiento de la Bolsa europea, e inferior al comportamiento de la Bolsa mundial.

CUADRO NUM. 1
CORRELACION BOLSA DE MADRID CON OTRAS
(Junio 1981-septiembre 1987)

	Coefficiente de correlación		Coefficiente de correlación
Italia	0,290	Suiza	0,152
Francia	0,255	Alemania	0,147
Japón	0,248	Noruega	0,075
Estados Unidos...	0,214	México	0,059
Reino Unido	0,209	Singapur	0,056
Hong-Kong	0,193	Bélgica	0,050
Canadá	0,190	Dinamarca	0,019
Suecia	0,181	Austria	0,018
Irlanda	0,175	Malasia	-0,071
Holanda	0,170	Sudáfrica	-0,008

CUADRO NUM. 2
EVOLUCION BOLSAS INTERNACIONALES
(Del 1 de agosto hasta el 6 de noviembre de 1990)

	Porcentaje
Londres	-13,70
Nueva York	-14,28
París	-17,68
Madrid	-22,17
Tokio	-22,28
Milán	-23,84
Francfort	-25,54

Los inversores, por un lado, tienen la memoria histórica de 1977 hasta 1985, una Bolsa totalmente llana. Un período, de 1985 a 1986, en que prácticamente los inversores domésticos que participaron en la subida fueron mínimos. La memoria histórica que tienen los inversores se ve más en el gráfico 2, en el que tenemos los tres famosos *cracks*. Es decir, si el inversor medio lo que tiene es una tremenda aversión a la volatilidad, entonces la experiencia histórica del inversor español es nueve años de no ganar nada y tres años de volatilidades muy importantes; por tanto, para muchos de ellos el concepto de plusvalía es inexistente.

En la primera bajada, el *crack* de 1987, nuestra Bolsa bajó un 38 por 100 en cuarenta y cuatro días. La segunda bajada, que fue en el mes de octubre de 1989, la Bolsa cayó un 24 por 100 en ciento cuarenta y un días, y la tercera bajada, que empieza el 2 de agosto hasta el mínimo de 209 a finales de septiembre, la Bolsa cayó un 30 por 100 en

cincuenta y siete días. Esto es cuantificar lo que todo el mundo a nivel de la calle sabe, que invertir parece, en principio, que tiene mucho riesgo.

Hay una cosa positiva en estas bajadas, y es ver lo que ha pasado en situaciones de cambio de ciclos anteriores, para ver cuáles han sido las bajadas medias antes de que empezase la recuperación y cuánto han durado estas bajadas. El descenso medio en Europa y en las principales bolsas del mundo en los últimos veinte años ha sido, antes de que empezara la recuperación, desde el máximo, de un 30 por 100. Nuestra Bolsa, desde el punto máximo, que alcanzó el 17 de octubre de 1989, ha bajado un 39 por 100. Es decir, ha bajado más que la media. La duración media de la bajada, antes de que se produzca la recuperación, ha sido de dieciocho meses. Nosotros llevamos exactamente catorce meses, lo que quiere decir que, si este indicador sirviese de algo, hacia marzo o abril empezaría a recuperarse la Bolsa. Desde ese punto de vista, las dos bolsas mejor situadas en el mundo por bajada y por duración son la española y la italiana. Hay que recordar que la Bolsa americana consiguió el máximo en el mes de julio, y la Bolsa alemana lo consiguió en el mes de mayo, y las bajadas que han tenido han sido muy inferiores a la nuestra.

Otro enfoque es la comparación de la Bolsa española en el contexto internacional. En el cuadro número 3, en la primera columna, está el indicador relación precio/beneficio, o PER, sobre los beneficios estimados de 1991 para una serie de países. España tiene un PER de 8,8 veces.

A partir de conocer el dato del PER en un momento dado, es fácil calcular de modo homogéneo la tasa implícita del crecimiento del beneficio por acción a largo plazo. En la segunda columna está la rentabilidad de los bonos del Tesoro a cinco años, y la diferencia, como se ve, significativamente perjudica a España, que tiene los tipos de interés más altos, y por tanto, automáticamente, eso significa un multiplicador mucho más bajo.

A los tipos de interés les añadimos algo, y ese año algo es lo que se llama la prima de riesgo por invertir en renta variable. Eso exactamente no se sabe cuánto es; en Estados Unidos y Japón utilizan de media un 2,5 sobre los bonos a largo; los alemanes, los ingleses y los franceses, por el nivel de país, podrían ser 3 puntos, y en España e Italia serían 4 puntos, lo que yo creo que es un cálculo incluso conservador. Esto supone que el tipo al que hay que descontar los beneficios futuros es el 18,5 en España. Lógicamente, el coste más alto de los recursos propios lo tenemos los españoles:

**CUADRO NUM. 3
CRECIMIENTO IMPLÍCITO DEL BENEFICIO POR ACCIÓN**

	PER(91E)(1)	Tipo interés B. tesoro (Cinco años)	+	Prima riesgo	=	Coste recursos propios	Crecimiento implícito
España	8,8	14,4		4		18,5	7,1
Italia	9,3	13,0		4		17,0	6,2
Francia	10,1	10,2		3		13,2	3,3
Reino Unido	10,6	11,3		3		14,3	4,9
Alemania	10,5	9,0		3		12,0	2,5
Estados Unidos	14,2	8,1		2,5		10,6	3,5
Japón	38,9	7,4		2,5		9,9	7,3

Pro-memoria: Si España tuviese unos tipos como los italianos la tasa implícita de crecimiento sería 5,8 por 100.

(1) Precios a 23 de octubre de 1990.

Fuentes: Beta Capital y Goldman Sachs

en torno al 18,5. A partir de ahí, es fácil calcular cuál es el crecimiento implícito de los beneficios a largo plazo; entonces el crecimiento implícito da mecánicamente que es el 7,1. Lógicamente, a largo plazo, los beneficios deben crecer lo mismo que crezca el PIB en términos nominales.

Todas las bolsas, sistemáticamente, siempre han descontado crecimientos inferiores, con un margen de seguridad que después analizaremos más detenidamente en la Bolsa española. Aquí quiero hacer una reflexión: que la Bolsa tiene poco riesgo a medio plazo. Y ¿por qué tiene poco riesgo la Bolsa? Porque lo que se descuenta al 18,5 tiene un cupón del 7,1; es muy fácil que el tipo al que se descuenta baje y que el cupón suba, que el cupón va a ser más alto que el 7,1 es evidente, porque en el cupón, en realidad, lo que estamos descontado es PIB a largo plazo, y el PIB a largo plazo va implícito en la curva de tipo de interés, que es del 14,5 por 100; si además añadimos cuatro puntos del margen de seguridad, el nivel de lo que llamamos el riesgo de tipo de interés es muy bajo cuando se mira a medio plazo. La Bolsa hay que mirarla a medio plazo, en tres-cinco años, no a tres meses.

En la comparación en el contexto internacional, hemos visto que ya la Bolsa española salía relativamente favorecida. Vamos a intentar ver cómo está la Balanza de Pagos española en función de parámetros históricos y después en función de valoraciones futuras.

En función de parámetros históricos, que es lo que se dedica a hacer todo el mundo ahora, porque no sabemos muy bien lo que va a pasar, cuando se analiza la relación precio/beneficio (cuadro número 4), en la comparación con el período 1982-1990, se ve que España sigue también muy bien situada. Hay que tener en cuenta que el período 1982-1990 incluye los años 1982 y 1983, en los que la Bolsa estuvo totalmente deprimida, porque es cuando ganó el PSOE las elecciones y la gente

pensaba que esto iba a ser el Portugal del año 1974, y el multiplicador estaba en torno a cinco veces. En comparación con lo que ha sido la historia en nuestros multiplicadores para el multiplicador de 1991 la diferencia es 1,7 sobre la media 1982-1990. La diferencia de España con la media de 1982-1990 es la más baja si se exceptúa Japón. Japón es excepcional, porque claro, estamos comparando un multiplicador de 38,9 en 1991 contra un multiplicador medio de 47,1 en el período 1982-1990.

Cuando buscamos un período de inflación similar al actual, y en España es difícil, pero hay una época en que la inflación se movió entre el 5 y el 8 por 100, vemos que la Bolsa española, por ejemplo, cuando ha tenido períodos de inflación similares a los que estamos teniendo, ha tenido un multiplicador medio del 12,1 y el multiplicador actual es 8,8. En el caso italiano, creo que también hay un error de medición y, más que de medición, de datos históricos, porque era un país de dobles contabilidades; por lo tanto, los multiplicadores eran ficticios. Pero la mayor diferencia, si excluimos el caso de Italia, entre un multiplicador medio de un período de inflación similar al actual y el actual es el nuestro, pues la diferencia es de 3,3. Resalta el caso de Estados Unidos, que tiene un multiplicador a beneficio en 1991 de 14,2, similar a la media del período 1982-1990, y muy superior a períodos de inflación similar al actual, y sin embargo ha bajado sólo un 15 por 100. Se podría decir que nos fijamos en lo que pasa en Estados Unidos para tomar decisiones de venta en nuestra propia Bolsa, pero no para comprar.

Otro indicador sería el precio/*cash-flow*, es decir, los beneficios más las amortizaciones; en este indicador España también, con Italia, sobresale en el *ranking* de una forma muy positiva (cuadro número 5). La relación precio/valor contable es muy significativa: si se excluye el sector eléctrico, es del 0,8. Es decir, el conjunto de las sociedades de

la Bolsa de Madrid cotizan al 80 por 100 del valor contable, que indudablemente será, excluyendo las eléctricas, inferior al valor de reposición. Por tanto, aquí el *ratio* Q de Tobin tiene que empezar a funcionar, y de hecho está funcionando ya, por el incremento de OPA que hay. Es decir, es más barato comprar activos a través de las acciones de las compañías en Bolsa que invertir directamente. Hay que tener en cuenta, además, que nuestro país ha tenido un proceso de formación bruta de capital muy intensivo en los últimos años, que el aparallaje industrial está muy renovado y, por tanto, que el valor contable es conservador y no ha habido regularizaciones de activos.

Hemos analizado hasta ahora la comparación de España con los demás mercados. Es muy difícil saber en teoría si España está cara o barata. Lo que sí se ve es que relativamente, por valores históricos e indicadores actuales, la Bolsa española tiene una subvaloración clara. Una subvaloración en la que indudablemente pesa el tema de que es un país más pequeño, pero también pesa el tema de la inexistencia práctica de un mercado institucional y otras razones que después veremos.

Analizando el comportamiento histórico, vemos la tendencia del PER del mercado desde 1976 hasta 1980 (gráfico 3). Actualmente estamos en 8,8, la media de un período que todos recordamos y que no fue especialmente brillante en la economía española, el de 1976 hasta 1985; como se ve, la media está por debajo del 8, pero pesa a la baja los años 1982-1983, y la línea de tendencia está en el 8, siendo la media aritmética del 9,3. En el período de 1982 a 1985, que es peor, está en 7 veces. En el período de 1985 a 1987, la media es de 12,3; en el período de 1988 a 1990 es de 11,6, que se compara con el 8,8 que aproximadamente tiene la Bolsa a beneficios de 1991. Desde ese punto de vista, la comparación histórica de la situación de la Bolsa española con su propia historia es bastante buena. Cuando analizamos la evolución del precio/*cash-flow* (gráfico 4), también vemos que la media del período ha sido 4,4. El precio/*cash-flow* sería, en teoría, una medida del *pay back* de la inversión. La media que tenemos para el año 1990 está justo en la media del período que va desde 1984 a 1991.

Un indicador que utilizamos mucho los que nos dedicamos a la Bolsa es el cociente entre la rentabilidad de los bonos del Tesoro y la rentabilidad de los beneficios (gráfico 5). Por rentabilidad de beneficios entendemos el inverso del PER. En la historia de la relación de tipos de interés/rentabilidad de beneficios en España, de 1984 a 1990 se

observa que hay un suelo aparente en torno a 1,25; este suelo se daba en los años 1984 a 1985, en los que las expectativas de crecimiento eran bastante peores que ahora. Prácticamente, ahora el indicador relación/tipos de interés a rentabilidad de beneficios está situado en torno a 1,25. Desde ese punto de vista, se ve que también con nuestra propia historia estamos bien situados.

**CUADRO NUM. 4
PRECIO-BENEFICIO
(PER)**

	1982-1990	1991	Período de inflación similar al actual
España	10,5	8,8	12,1
Italia	10,9	9,3	18,9
Francia	11,5	10,1	12,8
Reino Unido	11,6	10,6	12,0
Alemania	11,5	10,5	12,4
Estados Unidos	14,2	14,2	11,1
Japón	47,1	38,9	36,3

Fuentes: Beta Capital y Goldman Sachs.

El cociente de la rentabilidad interna de los bonos del Tesoro contra la rentabilidad por dividendo (gráfico 6) permite hacer otro cálculo; también estamos justo en la media. En la rentabilidad por dividendo (gráfico 7), la media del período ha sido de 5,7, y en 1990 estamos en el 4,9. La rentabilidad por dividendo *per se* no dice mucho; la comparación que normalmente se suele hacer es deflactarla por la inflación. Quitando el año 1987, en que la diferencia con la inflación fue de 0,9, prácticamente la media del período ha sido 2,7. Nosotros en estos momentos, con la inflación de hoy, que es del 7 por 100, estamos dos puntos por debajo.

A nivel de *pay out* (gráfico 8), que mide el pago de dividendos a beneficios netos de las empresas, lo que vemos es que el *pay out* es bajo, del 47,2 por 100, y por debajo de la media en teoría. Aquí me gustaría hacer una reflexión: cuando miramos la deuda a largo sobre recursos propios del conjun-

**CUADRO NUM. 5
INDICADORES BOLSAS**

	Precio/ <i>cash-flow</i>		Precio/valor contable
	1982-1989	1990	1990
España	4,4	4,5	0,8 (*)
Italia	2,9	2,4	0,9
Francia	5,0	4,7	1,5
Reino Unido	5,9	6,1	2,0
Alemania	3,5	2,8	1,3
Estados Unidos	6,4	7,2	2,4
Japón	14,8	14,6	3,2

(*) Excluyendo eléctricas; con eléctricas, 0,7

Fuentes: Beta Capital y Goldman Sachs.

to de las empresas industriales que cotizan en la Bolsa de Madrid, el apalancamiento medio que teníamos en 1984 era del 42,2 por 100, con un *pay out* del 74 por 100. En 1990, calculo que el apalancamiento medio es del 17,7, con un *pay out* del 47,2. Es decir, la situación financiera de las empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid en su conjunto no se parece en absoluto a la de períodos anteriores, aunque las relaciones de precios así lo indiquen.

Hemos visto que, por los baremos históricos, parece que en general la Bolsa española está más barata que lo que su propia historia implicaría.

Otro enfoque, y seguramente el más válido, es intentar efectuar valoraciones fundamentales de nuestra Bolsa a través de modelos que hayan demostrado una satisfactoria capacidad de predicción en el pasado.

Utilizamos dos modelos. Uno que es una regresión estadística del PER mensual sobre el crecimiento del PIB, la inflación y la inversa de los rendimientos de los bonos del Tesoro, y otro, a través de la estimación del coste de los recursos propios y del crecimiento esperable del beneficio por acción.

En el primer modelo de valoración (gráfico 9), el ajuste, en líneas generales, es bastante bueno. Lo más importante de este modelo es que tiene un R2 de 0,80; es decir, explica aproximadamente el 80 por 100 de los PER mensuales. La variable explicativa mayor son los tipos de interés de la deuda. Es decir, parece evidenciarse que, en nuestro país, el impacto de la deuda como alternativa de inversión tiene una influencia muy fuerte en el comportamiento de la Bolsa.

El modelo en sí tiene un fallo, y es que, según dice la teoría, hay dos cosas que influyen en la Bolsa: los beneficios y los tipos de interés. Pero en nuestro país los beneficios, a pesar de lo que se diga, son una variable menos importante que los tipos de interés. Que los beneficios no tienen el peso que deberían tener en la Bolsa se ve en el gráfico 10. En dicho gráfico hay dos líneas: una, que es lo que ha crecido de verdad, el beneficio por acción del conjunto de las empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid cada año, reflejado en la escala de la derecha, y que va desde casi nada a finales de 1970-inicios de los ochenta, al crecimiento del 40 por 100 de 1986. Sin embargo, la Bolsa no ha descontado ni descontó nunca el mínimo ni el máximo. Lo que la Bolsa ha descontado viene en la línea G, y oscila en la banda del 6 al 8. Incluso en los años en que el beneficio por acción

CUADRO NUM. 6
MODELO DE VALORACION
(Potencial de crecimiento para 1991)

	K = 16,5		K = 17		K = 18	
G	8,0	7,0	8,0	7,0	8,0	7,0
PER	11,8	10,5	11,1	10,0	10,0	9,1
Indice G. (Ch. %)	31,1	16,7	23,3	11,1	11,1	1,1

Indice general a 29 de octubre de 1990 = 235,65 %

CUADRO NUM. 7
INSTITUCIONES DE INVERSION
COLECTIVA
(30-VI)

	Fondos (1)		Sociedades		Total	
	Importe (miles M.)	Porcentaje	Importe (miles M.)	Porcentaje	Importe (miles M.)	Porcentaje
Liquidez	20	3,7	13	3,9	33	3,8
Acciones	80	14,9	154	45,8	234	26,8
Obligaciones	86	16,0	29	8,6	115	13,2
Fondos públicos..	279	51,9	99	29,5	378	43,2
Otros activos	62	11,5	19	5,7	81	9,2
Cartera extranjera.	11	2,0	22	6,5	33	3,8
TOTAL	538	100,0	336	100,0	874	100,0

(1) Excluidos FIAMM

de las empresas se dispara y crece a tasas del 20 al 40 por 100, los inversores españoles eran bastante escépticos en función de su memoria histórica, y nunca extrapolaron tasas superiores al 9,5 por 100.

En el gráfico 11 se ve lo que realmente han descontado: tasas que han oscilado entre el 6 y 8 por 100. En función de esos factores, se puede hacer un intento de valoración global de la Bolsa de Madrid.

En el cuadro núm. 6 se efectúa una valoración combinando dos variables. En primer lugar, el coste de los recursos propios, al que denominamos K, y cuyo cálculo se efectúa añadiendo una prima de riesgo de cuatro pesetas a la tasa interna de rentabilidad de los bonos del Tesoro a tres años, con lo que se obtienen tres alternativas que van del 16,5 al 18 por 100. Por otra parte, respecto a la tasa de crecimiento a largo plazo de beneficio por acción, que denominamos G, y en función de las observaciones históricas, situándonos en una banda conservadora, se aplican dos: una situada en la media —que es del 8 por 100— y una muy conservadora —que es del 7 por 100. La combinación de ambas variables produce unos niveles de PER teóricos que, cuando se contrastan con el PER estimado para el mercado, produce las diferentes alternativas de revalorización de nuestra Bolsa, que, como se ve, van del 1,1 al 31,1. La

media esperada del conjunto de todas es del 22 por 100.

En cuanto a las instituciones de inversión colectiva (cuadro núm. 7), los fondos tenían un total de inversión de 538.000 millones, pero la mayoría de estos fondos son de renta fija. Su inversión en renta variable era prácticamente nada, el 14,9 por 100, y la inversión en bolsas extranjeras es de 11.000 millones, el 2 por 100. Las sociedades de cartera sí que están un poco más invertidas en Bolsa: tienen un 45,8 por 100, y sin embargo tampoco están nada invertidas fuera. Es curioso que el sector más sofisticado en esta Bolsa tenga una inversión de 33.000 millones en bolsas extranjeras, que significan el 3,8 por 100, y que tenga un total de inversión en acciones de 234.000 millones, el 26,8 por 100, cuando muchas de estas instituciones, especialmente las sociedades de cartera, se han creado con el único fin de invertir en Bolsa.

Del análisis de la estructura de los fondos y de las sociedades de inversión (cuadro núm. 8) se desprende que de más de 5.000 millones hay 22 fondos de inversión, de 2.000 a 5.000 hay 18, y de menos de 2.000 millones hay 144 fondos de inversión. Los de menos de 2.000 millones son normalmente los fondos *in house*, que cubren necesidades específicas. Los que más han crecido han sido los fondos de dinero, que no tienen nada que ver con la Bolsa, y que tienen aproximadamente 435.000 millones de pesetas. Las sociedades de

CUADRO NUM. 9
ESTRUCTURA PROPIEDAD DEL MERCADO
(Miles de millones)

		Porcentaje
Capitalización del mercado (7-XI)..	10.256	
Participaciones estables (e)		
Sector público (e)	1.598	15,6
Sector privado (e)	1.812	17,7
Sector exterior (e)	660	6,4
	4.070	39,7
Fondos de inversión y sociedades cartera (e)	180	1,8
Sociedades de valores y bancos gestión (e)	370	3,6
Compañías de seguros (e)	205	2,0
Total inversión institucional doméstica	755	7,4
Inversión cartera extranjera	830	8,1
Resto sector privado	4.601	44,8

cartera son 244, de las cuales 209 tienen menos de 2.000 millones de pesetas. Así pues, la mayoría son de las llamadas sociedades familiares.

En los fondos, vemos que, de los 22 fondos de más de 5.000 millones de pesetas, hay 17 fondos que son fondos de renta fija y tienen invertido el 1,4 en renta variable, y sólo hay cinco fondos que realmente han invertido 20.000 millones en renta variable, o el 65 por 100. Es decir, de los 303.000 partícipes en fondos de inversión, prácticamente los 303.000 deben ser partícipes de renta fija.

La estructura de propiedad de nuestra Bolsa se ve en el cuadro núm. 9. Del total de la capitalización, los partícipes estables del sector público, esto es, las participaciones que tiene el Estado en Telefónica, Repsol, etc., representaban el 15,6 por 100 del total de capitalización de la Bolsa.

El sector privado —y por sector privado aquí consideramos las participaciones que tienen los Consejos de Administración, lo que tienen los bancos en cada sociedad, es decir, lo que no se mueve porque son participaciones más o menos directas y estables— representaba el 17,7 por 100, y lo que tiene el sector exterior en inversión directa —es decir, lo que tiene Citroën en Citroën, etc.— es el 6,4 por 100. Así pues, el 40 por 100 de la capitalización de la Bolsa de Madrid es una inversión directa, no es una inversión en Bolsa.

Los fondos de inversión y las sociedades de cartera deben tener unos 180.000 millones de pesetas invertidos en acciones. Las sociedades de valores y los bancos de gestión deben gestionar no más de 360.000 millones en renta variable, y las compañías de seguros calculo que tendrán una inversión en renta variable de cerca de 200.000 millones. El

CUADRO NUM. 8
ESTRUCTURA FONDOS Y SOCIEDADES

Millones	FIM	FIAM	SIM (1)
Número:			
Más de 5.000	22	28	11
De 2.000 a 5.000	18	7	24
Menos de 2.000	144	13	209
TOTAL	184	48	244
Partícipes:			
En los de más de 5.000...	303.104	105.971	
En las de 2.000 a 5.000...	56.693	25.193	
En las de menos de 2.000	56.842	21.305	
TOTAL	416.639	152.469	
Participación media (Mill.).	1,3	3,2	

Pro-Memoria
En las 22 mayores FIM hay la siguiente estructura

	Patrimonio	R. variable y extranjero	Porcentaje
17 fondos	266.397	3.784	1,4
5 fondos	31.218	20.304	65,0

(1) Incluye SIMCAV

sector institucional español doméstico representa 755.000 millones de pesetas o el 7,4 por 100.

La inversión de cartera extranjera será de unos 830.000 millones de pesetas; es decir, es más alta la inversión de cartera extranjera que la inversión doméstica.

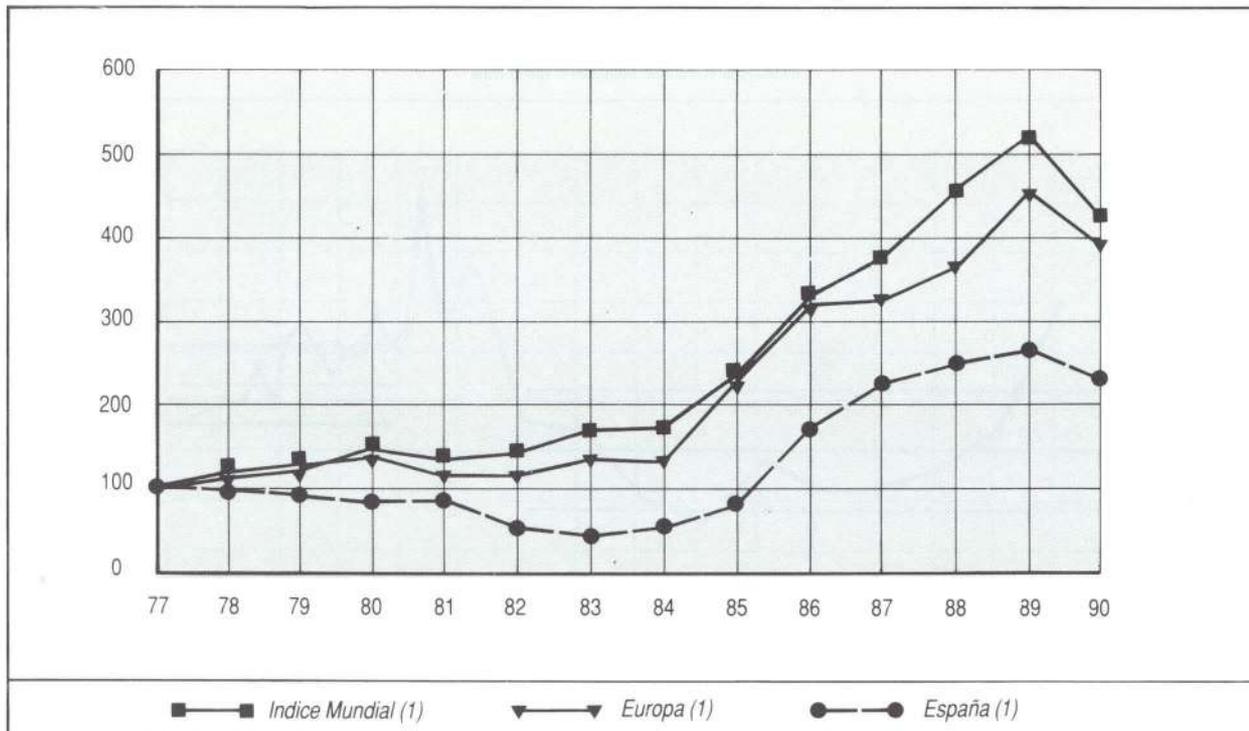
Es lógico, mientras a los fondos de inversión no se les ponga red, como se les puso en Italia y en Francia, no habrá fondos de inversión en renta variable. Mientras no tengan una desgravación fiscal

a la inversión del 15 por 100, por ejemplo, que les suponga un colchón de seguridad de ese 15 por 100, el particular no invertirá en Bolsa.

El sector privado, o el *free float*, es de 4.600 millones; así que la inversión de los españoles en Bolsa es menor que lo que tienen en dinero negro, eso es evidente, y aproximadamente el 3 por 100 de su inversión inmobiliaria. Es decir, por cada treinta pesetas en inmobiliarias tienen una peseta invertida en Bolsa.

Gráfico 1

EVOLUCION BURSATIL



(1) Índice Morgan Stanley en US\$. Enero 1977=100

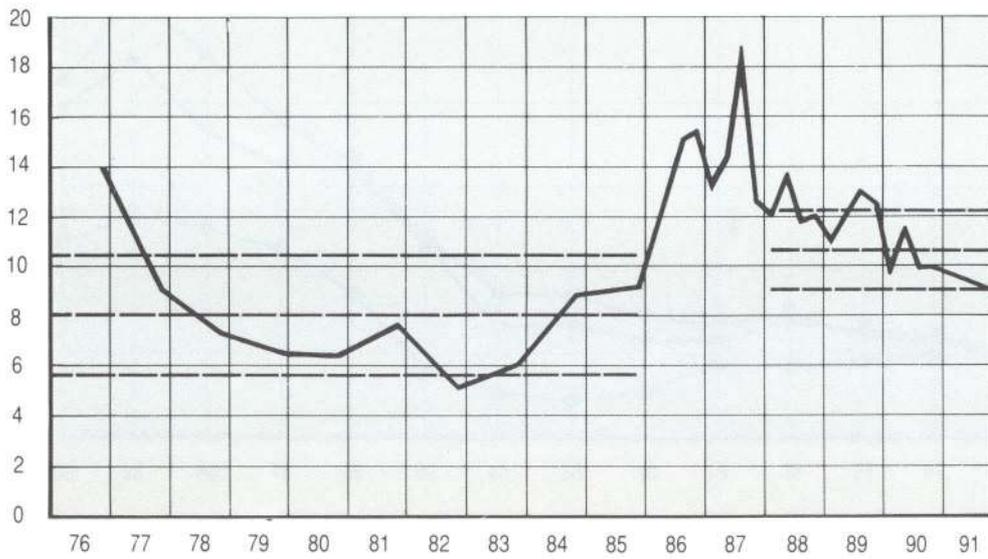
Gráfico 2

EVOLUCION DEL INDICE GENERAL
(BASE 31.12.84=100)



Gráfico 3

TENDENCIA PER DEL MERCADO
Precios a 29 de octubre de 1990



Índice General= 235,65%

Gráfico 4
P/CASH-FLOW



Cálculos 1990 y 1991 a 2 de noviembre, 1990

Gráfico 5

TIPOS INTERES - RENTABILIDAD BENEFICIOS
ESPAÑA

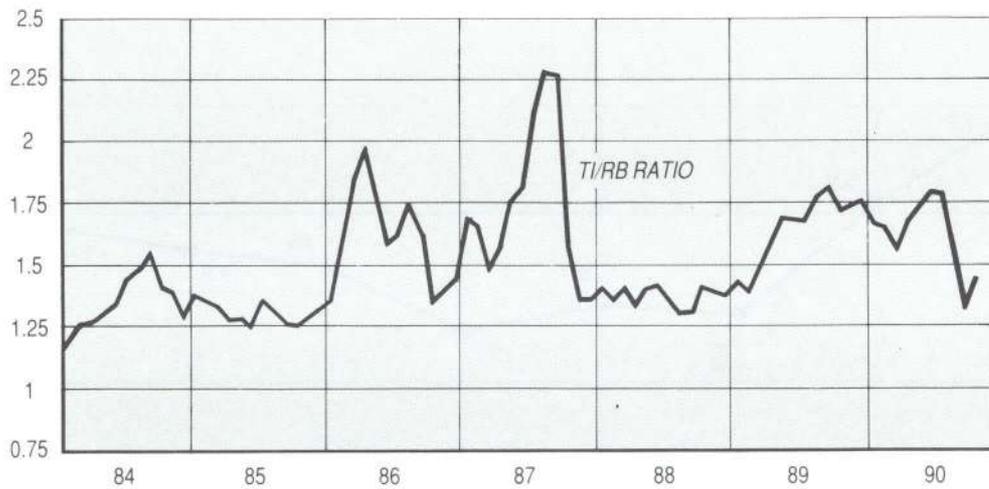
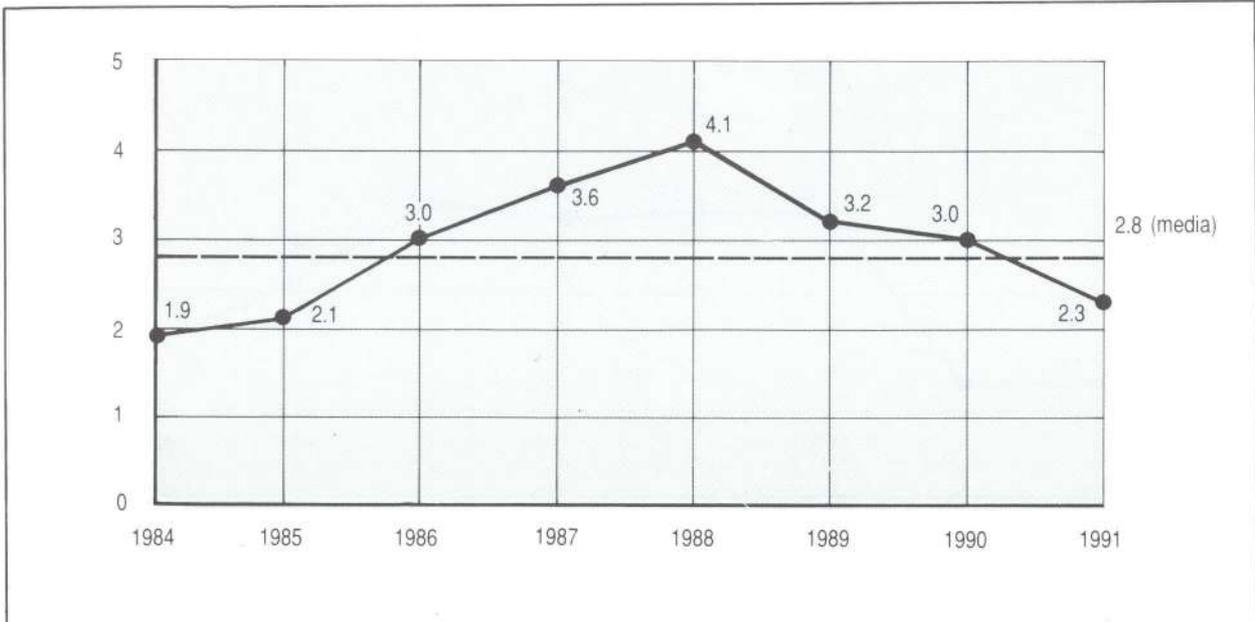


Gráfico 6

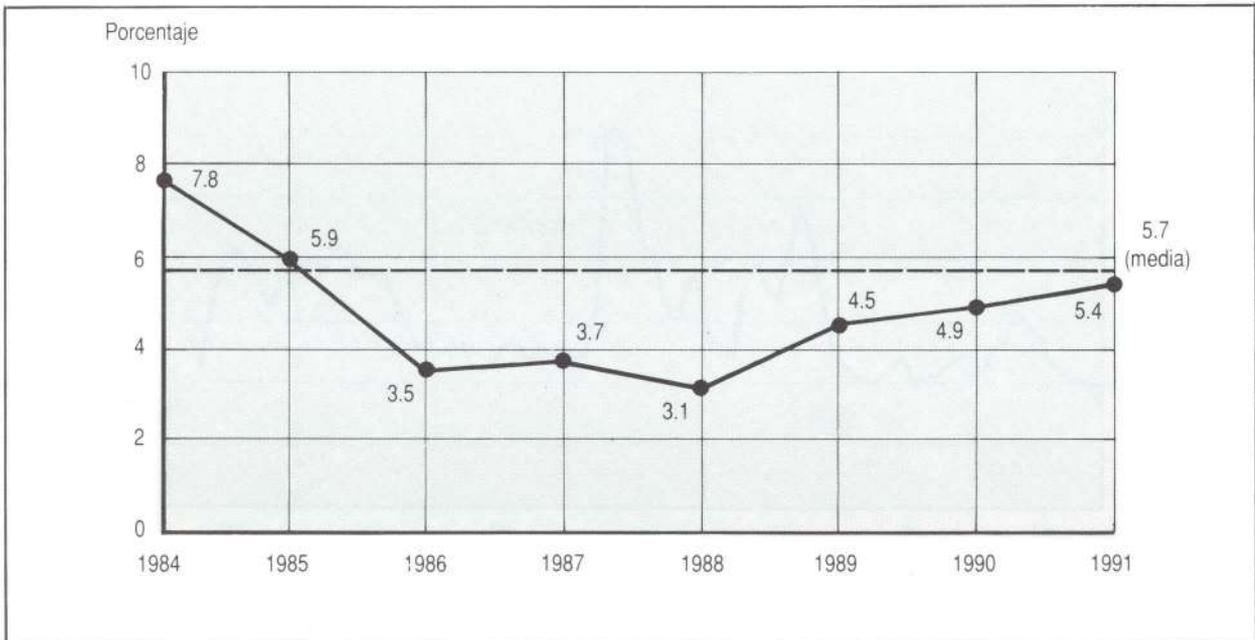
TISR / RENTABILIDAD POR DIVIDENDO



Cálculos 1990 y 1991 a 2 de noviembre, 1990

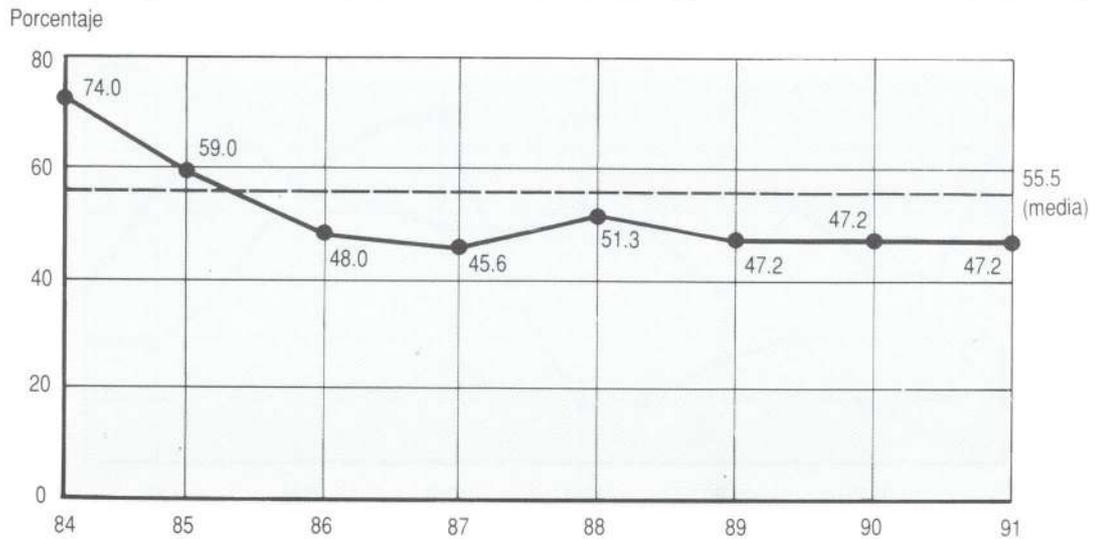
Gráfico 7

RENTABILIDAD POR DIVIDENDO



Cálculos 1990 y 1991 a 2 de noviembre, 1990

Gráfico 8
PAY - OUT



Cálculos 1990 y 1991 a 2 de noviembre, 1990

Gráfico 9

PER MERCADO ACTUAL Y AJUSTADO
BOLSA DE MADRID

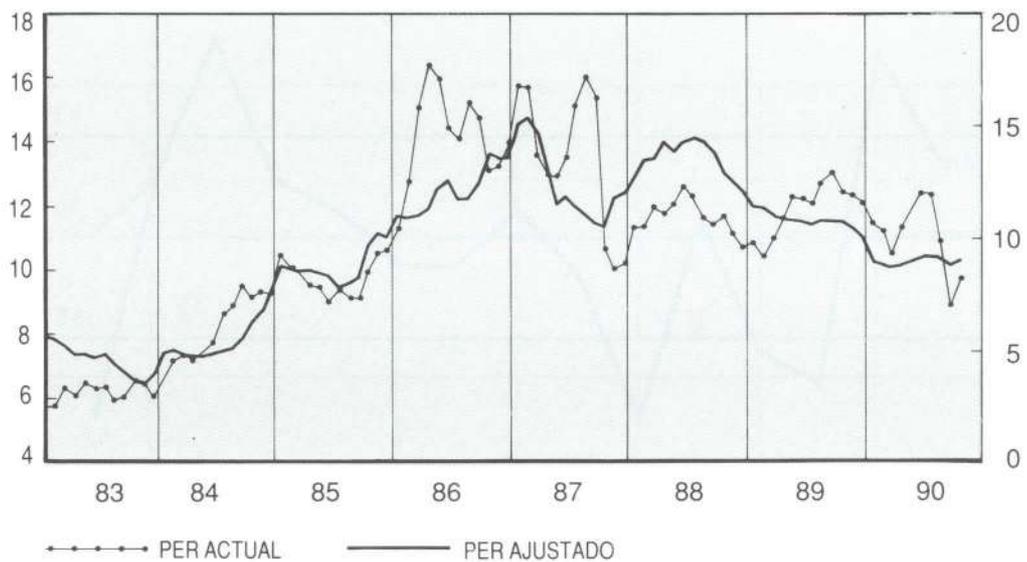
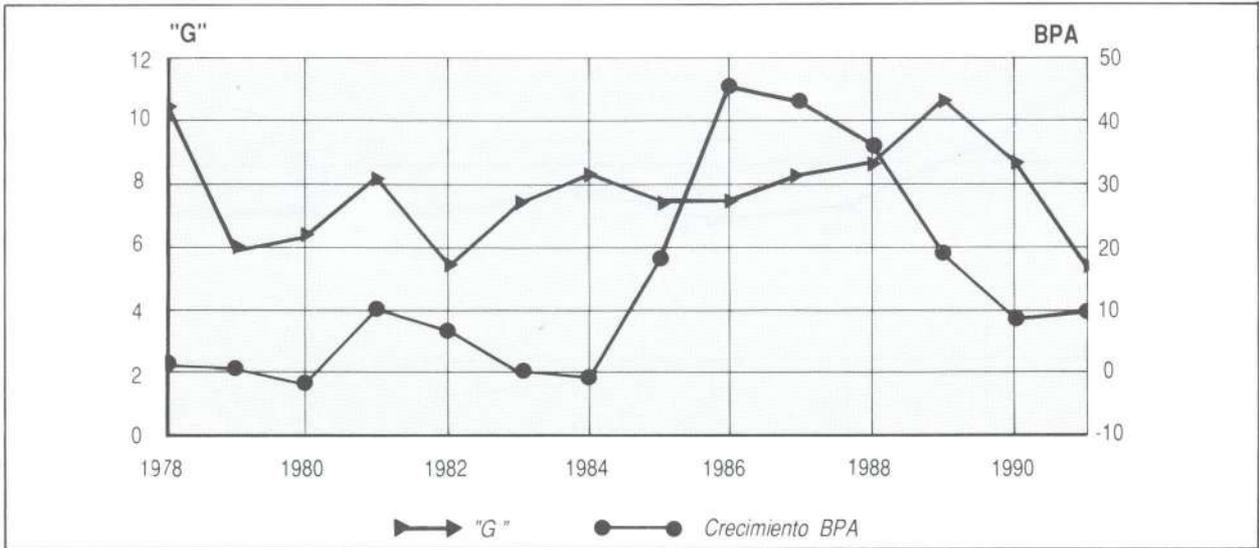


Gráfico 10

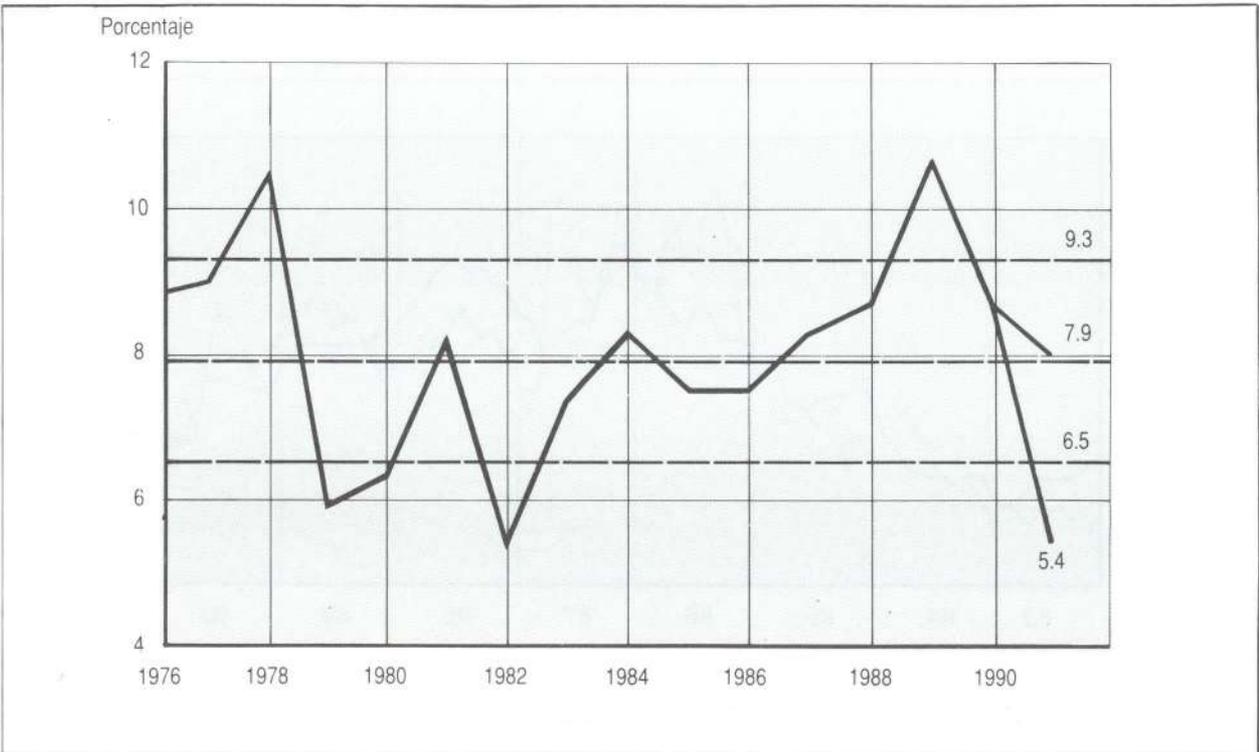
CRECIMIENTO DEL BPA & "G"
(Porcentaje)



PER = 100/(K-G), donde: G=K-(100/PER)

Gráfico 11

CRECIMIENTO IMPLÍCITO DEL BPA "G"



EL MERCADO MATADOR, UN MERCADO GLOBAL Y AUTORREGULADO

Félix ARCE

INTRODUCCION

Prepararse para 1992 es prepararse para el Mercado Europeo de Valores o, lo que es lo mismo, prepararse para la integración en los mercados internacionales, donde los mercados domésticos, bursátiles y no bursátiles, jugarán un papel fundamental para evitar que los flujos de activos de la inversión internacional institucional elijan otros mercados en competencia con los nuestros.

No cabe duda de que la generalización de la libertad de movimientos de capitales en 1992 intensificará las relaciones entre los mercados organizados al globalizar, si cabe aún más, los flujos internacionales de activos. Es una oportunidad única de ampliar el mercado de activos más allá de los límites del mercado doméstico.

Ha llegado el momento en que las instituciones y los instrumentos financieros de que disponemos funcionen dentro de un mercado organizado para hacer viables nuevas formas de mercado cada vez más libre, *competitivo* y *universalizado*. Ha llegado el momento de dar un enfoque estructural de cómo se debe hacer el mercado en España.

Será necesario adaptarnos rápidamente a un entorno más global, más sofisticado, más innovador y, sobre todo, más competitivo.

Lo realmente relevante es conseguir un mercado que sea auténticamente eficiente, que permita contrastes de futuro con la competencia que va a existir en otros ámbitos distintos de nuestro sistema financiero, y que ponga a prueba la capacidad de resistencia o de supervivencia que va a tener el sistema y organización de nuestro mercado frente a procesos más generales, como son la globalización de los mercados.

La futura estructura del mercado de capitales europeo presenta un gran desafío, tanto para los

intermediarios, inversores y emisores que conforman el conjunto del mercado de valores como para aquellas autoridades que están dedicadas a su funcionamiento y regulación.

EL PROCESO DESREGULADOR EN EUROPA

La extensión y la profundidad de la desregulación financiera que se ha producido en el curso de las dos últimas décadas es, sin duda alguna, el fenómeno principal que ha marcado la actividad de los mercados de valores y del movimiento internacional de capitales, y ha sorprendido no sólo a las autoridades financieras y monetarias, sino a los mismos especialistas de la regulación. Se trata de determinar hasta qué punto es interesante regular un mercado, bajo qué condiciones y con qué modalidades.

En el debate regulación-autorregulación existen aspectos interesantes relativos a la estructura de los mercados. ¿De qué factores depende el que algunos mercados se doten a sí mismos de autorregulación, mientras otros precisan la intervención de agentes públicos externos? Generalmente, los mercados autorregulados tienden a ser más eficientes. Con frecuencia, las innovaciones han comenzado en mercados no excesivamente regulados. La regulación de determinados mercados tiene su origen en la incapacidad de éstos para asimilar recursos de manera eficiente; lo que, generalmente, se debe a estructuras no competitivas y a la falta de transparencia o de ética.

La maximización, que tiende a configurar un mercado autorregulado con características propias, no excluye la regulación por parte de las autoridades de aspectos tales como la protección del inversor final o el establecimiento de límites que eviten que esta maximización se obtenga a costa de establecer más barreras a la entrada que las necesarias;

de lo contrario, podría convertirse en un mercado oligopólico. Por lo tanto, deben existir límites intrínsecos a la capacidad autorreguladora de los mercados.

La autoridad gubernamental, o los agentes públicos externos, deben delegar en los profesionales ciertos aspectos de la regulación, tales como las prácticas y procedimientos de cada mercado, reservándose otras áreas, tales como la adecuación del capital y la protección al inversor, aunque la experiencia confirma que la disciplina establecida por la competencia es más dura que la impuesta por una institución gubernamental. El intermediario que comete una mala acción en el mercado se crea una mala reputación como resultado de esa acción incorrecta, por lo que los competidores evitan actuar con este intermediario, ya que, de lo contrario, tendría un impacto sobre su propia reputación.

Es necesario acentuar que la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) está a favor de la regulación de los mercados. Describir AIAF como un colectivo que no desea la regulación sería malinterpretar el carácter de nuestros objetivos. Lo que busca AIAF es una regulación de alta calidad, que sea practicable y no tan onerosa como para no permitir cómodamente la práctica del mercado. Su objetivo es mantener bajos los costes y eliminar las barreras que pudieran existir innecesariamente en la intermediación de valores.

En el caso de AIAF, la autorregulación del mercado se contempla más como unificación de prácticas de mercado y normas vinculantes para todos los miembros que eviten la dispersión en diferentes prácticas y procesos.

El mercado no puede ser una torre de Babel, donde se hablen diferentes idiomas financieros, con diferentes modos de operar y diferentes prácticas. Normalizar y estandarizar un mercado por vía de autorregulación permite que el propio mercado, por sí mismo, tenga tendencia a evitar la pérdida de cuota de mercado, adaptándose rápidamente a las innovaciones y a los cambios de las condiciones del mercado en cada momento.

Un exceso de regulación puede crear, sin desearlo, condiciones que permitan la huida de operadores hacia otros mercados o centros financieros menos regulados, existiendo el peligro de no recuperarlos ni siquiera cuando la nueva regulación se ponga en marcha. La regulación no sólo debe establecerse de acuerdo con lo deseable en el momento en que se constituye, sino que debe variar para corregir los problemas que ella misma puede producir a lo largo del tiempo en entornos económicos cambiantes.

En Europa, la necesidad de modernizar la regulación procede de la rápida evolución de los mercados domésticos, a causa de la liberalización de los movimientos de capitales en 1992. Esta situación propicia la necesidad de diseñar un marco regulador para conseguir un terreno de juego neutro en Europa que permita la integración de los mercados financieros europeos; pero la necesidad de abarcar a los doce países miembros dificulta que se establezca un sistema regulador unificado e integrado y una supervisión asimismo unificada.

Todos seguimos con mucho interés la forma y condiciones en que las directivas comunitarias se elaboran en Bruselas y las dificultades ante la diversidad de mercados de valores en Europa. Si analizamos las situaciones competitivas resultantes del régimen de estas directivas, observamos que solamente se pretende producir un campo neutral en el que las organizaciones, tanto internacionales como domésticas, en el mercado de valores puedan operar lealmente. Pensamos que debería haber normas comunes en Europa sobre la adecuación del capital y la protección al inversor.

No es posible dar lección alguna sobre cómo debemos reaccionar al desafío del mercado único. No hay ninguna receta. Cada país debe abordar este desafío por sí solo y resolver sus propios problemas. Lo que sí es posible afirmar es que necesitamos en Europa unos mercados domésticos integrados, líquidos, modernos, competitivos, visibles y abiertos, y si estos mercados no los podemos encontrar en los centros europeos más eficientes, los inversores los buscarán en otra parte y emigrarán a otras latitudes del mercado internacional, y Europa será la perdedora.

¿Podría actuar Londres como medio persuasor para que otros no lleven sus actividades fuera de la Comunidad? La City de Londres es un gran centro financiero internacional, es una auténtica plaza financiera en la que todo el mundo que quiere trabajar puede hacerlo, pero algunos creen que Londres está perdiendo el liderazgo en Europa ante americanos y japoneses, los cuales tienen una posición muy importante en el mundo financiero.

Londres representa un mercado internacional muy importante, pero no parece que, de cara al mercado único, pueda configurar por sí mismo el Mercado Europeo de Valores que se creará a partir de 1992.

Mercado único no es equivalente a un único mercado, como tampoco armonización quiere decir uniformidad. El mercado único es un mercado multiforme que pretende integrar los mercados mediante la armonización de las legislaciones nacio-

nales, excesivamente restrictivas, para crear un espacio europeo auténticamente neutral donde lealmente se desarrolle el proceso competitivo.

En estas condiciones, ¿cómo vamos a constituir conjuntamente el Mercado Europeo de Valores que se creará a partir de 1992?

Todo esto nos lleva a muchos cambios en el Mercado Europeo de Valores. Todos estaremos afectados por el programa comunitario, y por este motivo necesitamos considerar con sumo cuidado cómo va a cambiar el entorno en Europa.

No cabe duda de que las directivas de la CEE son elementos fundamentales de información dentro de la legislación financiera actual, la cual tendrá que ser aplicada y aceptada por los estados miembros para armonizar sus propias legislaciones. En Europa existe una gran variedad de mercados, desde los regulados oficialmente hasta los autorregulados por sus propios miembros; por otra parte, existen dificultades para fijar la línea que delimite la actuación de los bancos comerciales, los *merchant banks* y las sociedades y agencias de valores de las bolsas o sus equivalentes. En algunos países europeos, tales como Alemania, la Bolsa permite la actuación directa de la banca, una banca universal cuyo modelo no es equivalente al de otros países europeos. En España, la separación de actividades entre miembros de Bolsa, representados por las sociedades y agencias de valores y bolsa, por un lado, y la banca comercial y los *merchant bank*, por otro, no permite la actuación directa de la banca en las bolsas, reservándose la actuación de la banca en los mercados mayoristas, tales como el mercado de la deuda anotada y de renta fija privada, lo cual sugiere una dificultad añadida ante la diversidad de modelos en los mercados de valores europeos. Pero estas diferencias entre los mercados de valores europeos no impiden la configuración de un Mercado Europeo de Valores, resultado de la integración de los mercados domésticos europeos, en el que la City de Londres pueda desempeñar un lugar privilegiado en el mercado internacional.

Este y otros temas son sumamente importantes para configurar el futuro Mercado Europeo de Valores. Ningún país o centro financiero podrá resolver por sí mismo sobre estos temas; será necesaria cierta cooperación y una estructura que permita mantener contacto permanente con las autoridades en Bruselas, y cada vez parece más necesaria una sola voz que represente a todas las organizaciones europeas de valores.

Parece de vital importancia, por este motivo, que un exceso de regulación no ahogue los mercados

de valores. Cada vez es más necesaria una concertación entre los reguladores que permita la cooperación con los profesionales de la industria de valores. Las bolsas de valores europeas colaboran entre sí a través de la Federación de Bolsas Europeas, aunque sus diferencias de enfoque son de todos conocidas. Parecen especialmente importantes en esta etapa los puntos de vista de los diferentes mercados existentes en Europa, y no sólo los de los mercados bursátiles.

En relación con este tema, en el mes de diciembre del año pasado se celebró un *European Meeting* en Londres, al que fueron invitados AIAF, la Asociación de Miembros de Bolsas Españolas y otras asociaciones que agrupan a las principales instituciones financieras que operan en los mercados europeos de valores. Se pretende que una nueva organización represente, con una sola voz, los intereses comunes de todos los mercados de valores de los países de la CEE, tanto bursátiles como no bursátiles.

No es probable, a pesar de todo, que en 1993 exista un Mercado Europeo de Valores totalmente integrado. La incertidumbre sobre el futuro marco regulador en cada país miembro limitará la integración, aunque es probable que la presión competitiva de los flujos de capital tenderá a armonizar por sí misma los distintos mercados domésticos de valores. El principal efecto de la segunda directiva bancaria, y su contribución a la integración de los mercados, no va a tener un reflejo inmediato. Es previsible que en esta primera etapa, en un primer efecto, sólo mejorará globalmente la eficiencia de los mercados, al sustituir de modo gradual las regulaciones nacionales, excesivamente restrictivas e ineficientes.

¿Permitirán estas directivas evitar la competencia entre los propios reguladores?

Es difícil dar una respuesta en materia reguladora. Cada Estado de la CEE puede regular con mayor o menor flexibilidad, pero los gobernantes deben darse cuenta de que el mercado de capitales debe corregirse por sí mismo. El propio mercado americano, fuertemente regulado hasta el momento, está cambiando. Tenemos un ejemplo reciente: la norma 144 A en el mercado de valores estadounidense, la cual, en términos financieros, puede compararse con el derribo del muro de Berlín. La SEC estadounidense, desde la Gran Depresión, había construido una reglamentación configurada por barreras casi inexpugnables que han sido derribadas por el mismo que las construyó, es decir, la SEC (Security and Exchange Commission). La competencia de otros mercados internacionales menos regulados ha sido el factor desencadenante

de esta flexibilización. La armonización de las distintas regulaciones de los mercados domésticos europeos no sólo vendrá impuesta por las directivas comunitarias, sino por la propia competencia entre los distintos centros financieros para evitar la huida a otros mercados menos regulados. Este ejemplo nos obliga a prestar atención a la regulación de los mercados europeos a causa de que el marco actual para la configuración de un Mercado Europeo de Valores presenta muestras de posibles ineficiencias, cuya corrección, en buena parte, dependerá de las futuras medidas complementarias y de su puesta en práctica en los distintos países.

No cabe duda de que necesitamos un Mercado Europeo de Valores abierto y competitivo, cuya eficiencia dependerá de que las normas y directivas comunitarias que regulan este mercado puedan ser objeto de estudio por parte de los profesionales que intervienen en el mercado; es decir, por aquellos que entienden perfectamente cómo funciona el mercado y son, además, sus protagonistas.

NUEVOS ESCENARIOS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE BONOS MATADOR DE CARA A 1992

Según se deduce de lo expuesto, sabemos que si tenemos un exceso de regulación y prácticas poco flexibles, el mercado podrá en el futuro emigrar a otras partes de la Comunidad Económica Europea con gran facilidad. En estos tiempos de grandes tecnologías, hay muchas posibilidades de difusión de precios y de contratación en firme a través de pantallas en tiempo real, en forma absolutamente descentralizada. Por este motivo, a partir de 1992, a causa de la apertura de las fronteras financieras, la liberalización del mercado de capitales y la armonización fiscal, los escenarios de los mercados cambiarán. Por lo tanto, la organización del mercado matador que estamos configurando tiene en cuenta estos nuevos escenarios. Esos cambios afectarán a la estructura del euromercado y de los mercados domésticos en Europa.

Hace apenas cinco años, la mayoría de los mercados de capitales domésticos europeos eran muros inexpugnables separados por controles de cambio y restricciones a la libre entrada y salida de capitales.

La actividad de los mercados domésticos era escasa, no sólo por el reducido número de creadores de mercado, intermediarios e inversores que tenían acceso a los mismos, sino porque existían sistemas muy anticuados para la negociación,

compensación y liquidación de valores, que determinaban elevados costes de transacción.

En contraste, hace cinco años, los mercados de eurobonos se encontraban en la cima de su apogeo y capacidad innovadora. La ausencia relativa de regulaciones y barreras a la entrada de capitales en el mercado de eurobonos había convertido a este marco, desde los años setenta, en el foco de actividad principal de los emisores, intermediarios e inversores. Por esta causa, en 1985, el mercado de eurobonos tuvo un aumento espectacular del 70 por 100 respecto a 1984.

Europa, frente a 1992, ha emprendido un proceso de liberalización que ha determinado que esta situación, en muy poco tiempo, haya cambiado drásticamente. En la mayoría de los mercados de valores domésticos europeos ha mejorado la competitividad en muy corto plazo, y se han tomado medidas para cotizar a precios competitivos, reducir las barreras a la entrada de instituciones financieras y automatizar las cotizaciones de precios y la negociación de valores; se ha estimulado por igual la ampliación de instrumentos disponibles para los inversores y emisores en los mercados domésticos, y se han establecido las bases de los mercados derivados.

No ha sido ajena a esta evolución la supresión de las restricciones a la importación de capital, que ha permitido que un número mayor y más variado de emisores accedan a los mercados domésticos de capitales.

En estas condiciones, la distinción entre euromercado y mercado doméstico en Europa está disminuyendo. Aunque en el euromercado se siguen negociando cifras importantes y nuevas emisiones de bonos y papel comercial, muchos mercados domésticos están penetrando muy rápidamente en el ámbito internacional sin dejar de ser domésticos.

Nuestro *mercado matador* es, quizá, el mejor ejemplo de un mercado europeo nuevo, que no es totalmente un mercado doméstico ni un euromercado tradicional y que, al mismo tiempo, sin dejar de ser un mercado español, es un mercado internacional, un mercado de nuestro tiempo que se aproxima a la evolución que se espera de los mercados domésticos europeos. Es evidente que estamos asistiendo a una potenciación e internacionalización de los mercados domésticos en detrimento del euromercado, cuyo auge se debe no tanto a su organización y eficacia como a las regulaciones y barreras a la entrada de capitales que impedían la actuación de los mercados domésticos más allá de sus propias fronteras, y que ahora desaparecen con la realización de vastas reformas en los mercados domésticos europeos.

Sin duda, estos cambios condicionarán la estructura del euromercado, la cual tenderá a ser reemplazada por una red integrada de mercados domésticos europeos, por lo que es más que probable que, de cara al mercado único, contemplemos el mercado europeo como una red de centros financieros domésticos con medios de difusión de precios a nivel internacional y con intermediarios e instituciones financieras manteniendo una posición preferencial en sus propios mercados que les permita, al mismo tiempo, ensanchar sus límites naturales más allá de sus fronteras.

Para lograr que esta red integrada de mercados domésticos europeos, eventualmente, reemplace a la antigua estructura, todavía será necesario vencer algunos obstáculos, tales como la escasa liquidez que enfrenta a los mercados domésticos de menor tamaño y la ineficiencia de los canales de distribución.

El beneficio inmediato de esta nueva estructura será el fortalecimiento de cada mercado doméstico, los cuales pugnarán por crear las condiciones necesarias que permitan mantener arraigados sus propios valores para evitar su emigración a otras latitudes.

Otro beneficio de la plena liberalización del movimiento de capitales será la competencia; por consiguiente, la organización de unos mercados domésticos líquidos, modernos, transparentes, abiertos y competitivos.

Los que deseen obtener capital y los que quieran invertir en títulos de renta fija buscarán una mayor liquidez en el mercado que utilizan; y los inversores institucionales tenderán a negociar la estructura de sus carteras para cambiar su ponderación, demandando un efecto inmediato en sus decisiones, pero si no pueden encontrar estas condiciones en su propio mercado doméstico, las buscarán en otra parte.

En estas condiciones es legítimo que cada país tienda a convertir su plaza en centro de cotización y contratación de valores en su divisa para permitir recibir los flujos de inversión extranjera. En estos tiempos de grandes tecnologías, hay muchas posibilidades de hacer difusión de precios fuera de las fronteras y enlazar electrónicamente los centros financieros domésticos.

Con unos mercados domésticos europeos abiertos al exterior, cobrará una importancia fundamental la gestión a través de fronteras nacionales de importantes volúmenes de valores en el mínimo tiempo posible. Esto ha puesto de manifiesto la necesidad de sistemas domésticos de compensa-

ción y liquidación de valores más rápidos y eficientes, entre los cuales los registros y anotaciones en cuenta electrónicos figuran como punta de lanza, con la consiguiente pérdida de importancia de los títulos físicos. La internacionalización de los mercados domésticos requerirá acuerdos de cooperación que permitan el traspaso rápido de posiciones entre los sistemas de *clearing* doméstico y los supranacionales para facilitar las transacciones de mercado secundario de nuestras fronteras.

Ante el horizonte que ofrecen los mercados de capitales domésticos en Europa, es urgente potenciar la plaza financiera de Madrid como núcleo para todas las operaciones que se realicen y denominen en pesetas, y como centro reconocido de cotización internacional de nuestros propios valores. Parece que el camino de la *desregulación* no favorece la antigua estructura del euromercado.

No podemos pensar que nuestro mercado no se verá afectado por otras plazas financieras en Europa; ningún mercado podrá mantener una situación de privilegio en la contratación de títulos, a no ser que tenga una estrategia más adecuada que los otros mercados, es decir, una estrategia basada en un mercado abierto y eficaz. La liberalización del mercado de capitales y la armonización fiscal afectarán a los inversores españoles, los cuales podrán canalizar su inversión sin dificultad a otros mercados.

Hay tendencias generales que nos van a afectar a todos, y que habrá que tener en cuenta. Las empresas, las grandes compañías comerciales dentro de la CEE, están estableciendo estrategias que permitan pensar en un mercado único para la interacción de los doce mercados. Cada vez hay más fusiones, opas, adquisiciones, etc. Las empresas están creando un horizonte totalmente europeo y, por consiguiente, nuestra estrategia debe contemplar este escenario. Muchas instituciones europeas ven a España como un lugar ideal para hacer negocios, que debemos aprovechar, antes de la ampliación del Mercado Común, para permitir consolidar nuestros mercados. Es lógico pensar que, en estas condiciones, muchas empresas españolas estarán pensando en 1992, más allá de su mercado doméstico, para obtener financiación de sus negocios.

A partir de 1993 se darán las condiciones para que cualquier particular o empresa española pueda colocar sus fondos o excedentes de tesorería en cualquier activo financiero, en cualquier moneda y a través de cualquier intermediario que desee; cualquiera que sea su nacionalidad de origen, tenga o no establecimiento permanente en un país

determinado, podrá transferir libremente fondos, cuentas y activos de unos países a otros del territorio comunitario.

Sólo un gran esfuerzo de adaptación podrá permitir aprovechar las ventajas que ofrecerá el mercado único a las empresas y particulares en el campo de los mercados financieros.

Es de vital interés, dados los retos que suponen los recientes cambios económicos y políticos en muchas partes del mundo, incluyendo Europa, que el mercado de renta fija en España mantenga y refuerce su posición entre los principales mercados domésticos europeos. Un mercado secundario, líquido, abierto y competitivo constituye uno de los desafíos más importantes que tiene el sistema financiero español de cara al mercado único.

Es difícil evaluar el esfuerzo para lograr esta ambiciosa meta, pero las autoridades supervisoras y reguladoras también necesitan proporcionar un marco adecuado dentro del cual se pueda operar efectivamente, en interés de los inversores, emisores y participantes en este mercado.

Hemos alcanzado una fase particularmente activa en la evolución de los mercados domésticos en Europa que tratan de ampliar sus actividades internacionales. Hace muy poco tiempo, muchos de ellos, sin excluir el nuestro, se mantenían herméticos a los desarrollos de los mercados internacionales. Por otro lado, se está acelerando el acercamiento hacia un *Mercado Europeo de Valores* como resultado de los desarrollos y tendencias en el campo de la cooperación monetaria, adelantándose incluso a 1992.

Estos estimulantes avances suponen un gran desafío, a la vez que una enorme responsabilidad. Tenemos que determinar la estructura que mejor se adapta a cada una de nuestras propias empresas en los mercados del futuro, por el hecho de que, además de la competencia entre instituciones financieras a través de las fronteras nacionales, la competencia entre los diferentes mercados financieros no permitirá más privilegios que los derivados de su eficacia y organización.

En la medida en que los distintos mercados domésticos se conviertan en internacionales, tendrán que tratar problemas referentes a cuestiones técnicas y a la eficacia en las transacciones en el mercado de capitales.

Como conclusión a lo expuesto, será necesario, cada vez con más frecuencia, la cooperación entre los distintos mercados domésticos de valores y los de ámbito internacional, así como las instituciones

reguladoras, tales como la CEE y las autoridades de cada país. En el mes de marzo próximo tendrá lugar un segundo encuentro del *European Meeting*, constitutivo de una organización común, cuya configuración no está totalmente definida, en la que estarán representados los mercados de valores españoles por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y por la Asociación de Miembros de Bolsas Españolas.

AIAF, como miembro asociado de la Association International Bond Dealers (AIBD), coordina el mercado de bonos matador con esta institución y coopera, a su vez, con los centros de *clearing* supranacionales Cedel y Euroclear a través de Espaclear, S. A. Este tipo de cooperación será necesario cada vez con más frecuencia a causa de la internacionalización de los mercados domésticos.

EL SISTEMA SECA Y LOS CREADORES DE MERCADO

Por primera vez, se ha establecido en España un Mercado Secundario Organizado Mayorista no Oficial; un mercado autorregulado con las características de un SRO (*Self Regulatory Organization*). La apertura del mercado de pagarés de empresa, cédulas hipotecarias y bonos matador, en octubre de 1990, ha permitido iniciar un mercado soportado por el Sistema SECA (Sistema Estandarizado de Cotización AIAF) y por el sistema de compensación y liquidación representado por Espaclear, para, finalmente, configurar a AIAF como mercado organizado.

Las órdenes de compra y venta están soportadas por los procesos de los sistemas SECA y Espaclear como se puede apreciar en el diagrama del gráfico 1.

Además de estos soportes técnicos, el verdadero soporte del mercado matador está constituido por sus miembros. AIAF cuenta actualmente con 118 miembros, que comprenden la práctica totalidad del sistema financiero español:

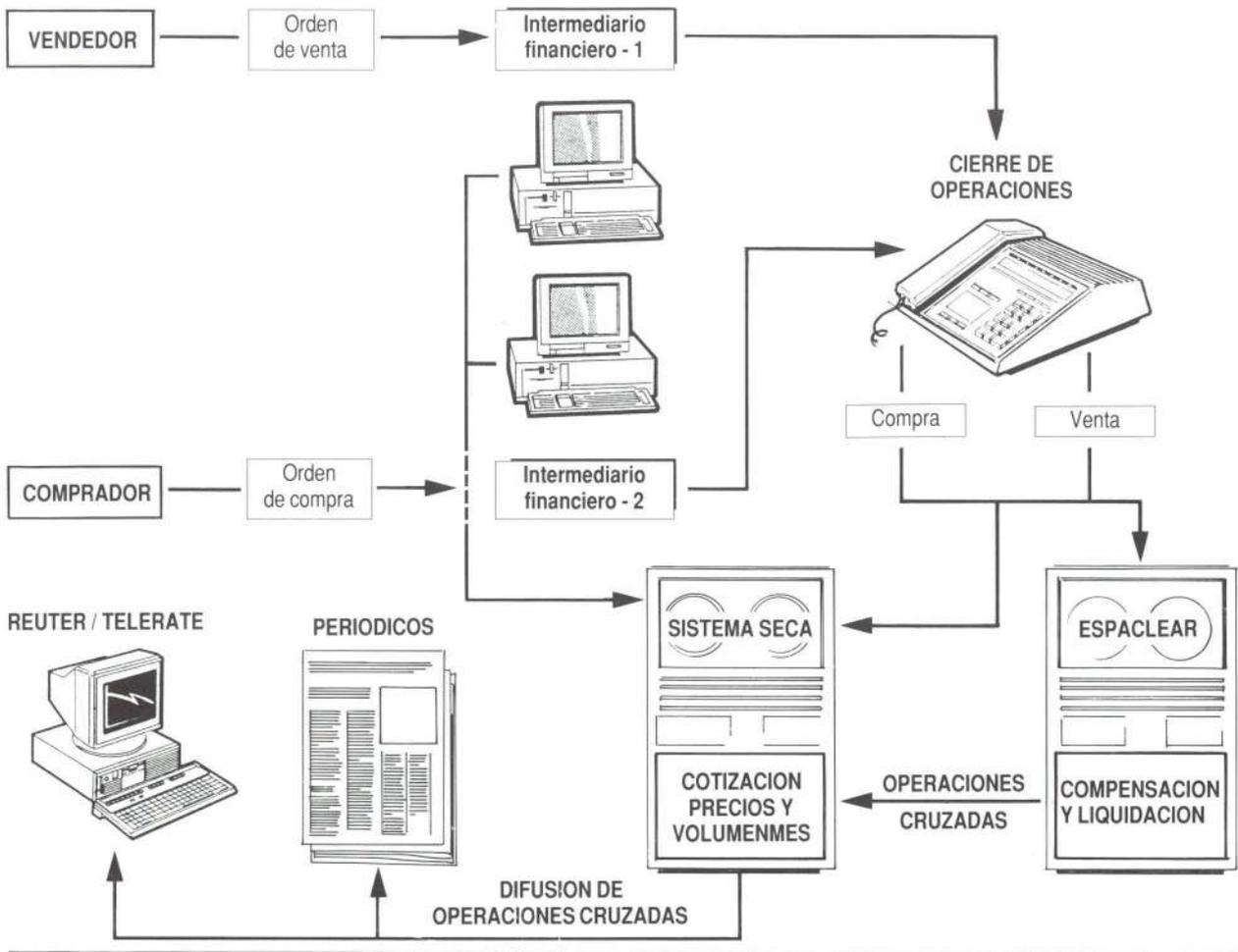
Banca privada	40
Banca oficial	5
Banca extranjera	24
Cajas de ahorro	22
Sociedades y agencias de valores y bolsa ..	20
SMMD	5
Otros	2

118

La contratación de la renta fija funciona mal sobre mercados centralizados. Lo ideal es hacer un

Gráfico 1

PROCESOS DE LOS SISTEMAS SECA Y ESPACLEAR



mercado mayorista con creadores que tomen posiciones de compra y venta. El mercado matador exige un modelo descentralizado —no situado en un lugar físico determinado— dirigido por precios, global y abierto a todos los intermediarios.

Los mercados centralizados, tales como bolsas de valores, tienen un importante papel en la difusión de precios dentro de un mercado de pequeños inversores; por ello, estos mercados solamente son válidos en las operaciones de detallistas.

El «mercado matador» es un mercado abierto y competitivo al que pueden acceder todo tipo de intermediarios desde las sociedades de valores y bolsa hasta las grandes entidades financieras con grandes recursos, que actúan como creadores de mercado, capaces de asegurar las emisiones de renta fija, las cuales compran al emisor para, a su vez, vender a sus clientes o a otras entidades miembros de AIAF.

Este carácter abierto y competitivo permite configurar un ámbito de negociación idóneo, en el que cualquier inversor puede acercarse a una entidad miembro de AIAF, con capacidad de presencia en el mercado y redes de distribución en España y en el mercado internacional, para facilitar los valores que está demandando.

En el mercado de bonos matador, la figura de *creador de mercado* es esencial.

Para este segmento del mercado de renta fija ha sido diseñado también un sistema de «préstamos de bonos», gestionado por Espaclear, que permite prestar bonos hasta un límite determinado a ciertos miembros del mercado AIAF que se hayan quedado cortos de títulos para que, de esta forma, puedan cumplir con sus compromisos.

Los creadores de mercado se distinguen de los miembros participantes por estar dispuestos a comprar y vender cantidades específicas a precios

**CUADRO NUM. 1
EJEMPLOS REALES DE PANTALLAS ESTANDARIZADAS DE COTIZACION**

0000 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET BVDS
BANCO BILBAO VIZCAYA - MADRID TEL. 3743327/3001 FAX. 5324630

0000	ISSUER	ISSUE	BID	ASK	VOLUME	YIELD
1028	AUSTRIA	13.55 080297	101.30	101.80	50*50	13.10
1029	E.I.B.	14.35 191095	102.35	103.35	50*50	13.47
1030	DENMARK	13.75 020895	98.75	99.75	50*50	13.70
1030	W.B.	13.75 240795	100.00	101.00	50*50	13.39
1031	EUROFIMA	13.75 280695	99.25	100.25	50*50	13.55
1031	N.I.B.	13.80 301198	98.75	100.25	50*50	13.60
1031	E.I.B.	13.90 220300	100.30	100.70	50*50	13.75
1033	CECA	13.50 191295	100.30	100.80	50*50	13.25
1032	E.I.B.	13.35 201297	99.00	100.00	50*50	13.58

0000 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET BHMB
BANCO HISPANO AMERICANO TEL. 5210485/5215713 TLX 45473/45157

0000	ISSUER	ISSUE	BID	ASK	VOLUME	YIELD
1252	AUSTRIA	13.55 080297	---	---	50*50	---
1212	E.I.B.	14.35 191095	100.65	101.65	50*50	14.10
1213	DENMARK	13.75 020895	98.65	99.65	50*50	14.10
1214	W.B.	13.75 240790	98.67	99.67	50*50	14.10
1214	EUROFIMA	13.75 280695	98.67	99.67	50*50	14.10
1214	N.I.B.	13.80 301198	90.98	99.98	50*50	14.00
1216	E.I.B.	13.90 220300	99.37	100.37	50*50	14.00
1216	CECA	13.50 191295	97.90	98.90	50*50	14.10
1217	E.I.B.	13.35 201297	97.17	98.17	50*50	14.00

0000 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET CLDL
CREDIT LYONNAIS, PARIS TEL 1 - 4295 2370

0000	ISSUER	ISSUE	BID	ASK	VOLUME	YIELD
0000	AUSTRIA	13.55 080297	0	0		
0901	E.I.B.	14.35 191095	102.25	0	25	13.62
0901	DENMARK	13.75 020895	99.00	100.00	50/50	13.99
0904	W.B.	13.75 240795	100.25	101.25	50/50	13.60
0903	EUROFIMA	13.75 280695	99.25	100.25	50/50	13.92
0904	N.I.B.	13.80 301198	99.10	99.90	50/50	14.03
0904	E.I.B.	13.90 220300	101.35	102.35	50/50	13.62
0904	CECA	13.50 191295	99.8	100.60	50/50	13.52
0905	E.I.B.	13.35 201297	98.00	99.00	50/50	13.76

anunciados con antelación. Un creador de mercado proporciona liquidez, o «inmediatez», al mercado, obviando la necesidad de esperar a encontrar una parte dispuesta a tomar una posición igual o contraria. Nuestras reglas obligan al creador de mercado a ofrecer simultáneamente precios de compra y venta con un margen máximo de 100 puntos básicos.

Generalmente, este compromiso se adquiere por el banco director y los principales aseguradores de cada emisión. El banco director, obligadamente, adquiere el compromiso de cotizar la emisión como creador de mercado durante un tiempo mínimo de seis semanas.

El creador de mercado se compromete a comprar y vender a los demás creadores y miembros participantes, con riesgo de tener que tomar una posición (larga o corta) en la emisión para la que crea mercado. También puede «cruzar» órdenes, es decir, «casar» órdenes de compra y venta de terceros sin alterar su cartera.

Un creador de mercado se enfrenta a tres tipos de riesgos:

a) Costes fijos asociados con el hecho de estar dispuesto a comprar y vender en cualquier momento con un diferencial de 100 puntos básicos.

b) Costes variables asociados a llevar a cabo la operación.

c) Costes asociados con tener que aceptar a veces una posición abierta, debido a su compromiso de negociar a ambos lados.

El creador de mercado de bonos matador acepta el principio de reciprocidad. Para asegurar esta reciprocidad en la asunción de riesgos y costes entre dos creadores de mercado (CM) (A) y (B), y evitar que un creador de mercado (A) pueda operar con (B) asumiendo solamente en un lado del mercado, cuando el CM (A) reciba de (B) precio de ambos lados, (B) puede pedir precio de retorno y viceversa, aunque ambos previamente no hayan intermediado.

En un mercado mayorista, en el que el compromiso mínimo es de 25 millones de pesetas, los precios, por lo tanto, se reflejan en función del volumen mínimo ofrecido.

Se deduce que este mercado está dirigido por precios y no por órdenes, como en las bolsas. La creación de mercado estabiliza los precios y tiende a reducir los costes de los emisores.

El Mercado Mayorista de Renta Fija de AIAF trata de potenciar la plaza de Madrid como núcleo financiero por excelencia para todas las operaciones de

renta fija que se realicen y denominen en pesetas, y como centro reconocido de cotización internacional de nuestros propios valores.

Las finalidades concretas de la Asociación para el segmento matador son:

- Mantener un *centro de negociación y cotización* sobre la *plaza de Madrid* exclusivo para los *miembros de AIAF*, diferenciado del *mercado de eurobonos*.

- Posibilitar la participación de todos los *miembros de la Asociación* y sus organizaciones en otras plazas a través de los miembros creadores de precios de compra-venta, que permita su constante actualización, de forma que se facilite el desarrollo de un mercado secundario de *bonos matador* líquido, profundo y competitivo.

- Conseguir un compromiso de participación de los *creadores de mercado* en un número mínimo de emisiones cotizadas simultáneamente por el lado de la oferta y por el de la demanda, cotizando en el mercado a otros *creadores de mercado* y ofreciendo los mejores precios a otros *miembros participantes de la Asociación* que no tengan esta condición.

- Alimentar una *página multicontribuida* de amplia difusión sin restricciones, en el nivel nacional e internacional, que tome como fuente las páginas contribuidas permanentemente actualizadas por los *creadores de mercado*, para reflejar los mejores precios de compra (el más alto) y de venta (el más bajo) de cada emisión y su rentabilidad actualizada con cada cambio de precios.

La página multicontribuida para bonos matador funciona siempre de forma automática, y exige la permanente actualización de precios, aun cuando los precios no hayan sufrido variación. Si la hora figura en cero, por no haber variado los precios, éstos no son tomados por la hoja multicontribuida. El *software* desarrollado permite: insertar las claves de las páginas de los creadores que ofrecen el mejor precio de compra y de venta de cada emisión, comprueba que la diferencia entre ambos precios no es superior a 100 puntos básicos, condición necesaria para que figuren reflejados los mejores precios en la página multicontribuida y permite comprobar la rentabilidad volviendo a calcular el TIR figurado en sus páginas por los creadores de mercado, comprobando que es correcto. Tampoco recoge el mejor precio de compra y venta si no figura cotizado a ambos lados del mercado simultáneamente. La función de la página multicontribuida no sólo es informativa; es una fórmula útil para autocontrolar el mercado.

CUADRO NUM. 2
EJEMPLO REAL DE PANTALLA MULTICONTRIBUIDA

1218 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET MAOC

TIME	ISSUER	ISSUE	PAGE	B.BID	B.ASK	PAGE	YIELD
1028	AUSTRIA	13.55 080297	BVDS	101.30	101.30	BECM	13.10
1012	E.I.B.	14.35 191095	BHMB	102.35	101.65	BSNS	13.64
1213	DENMARK	13.75 020895	BHMB	99.30	99.65	BSNS	13.95
1214	W.B.	13.75 240795	BHMB	100.30	99.67	BSNS	13.65
1214	EUROFIMA	13.75 280695	BHMB	99.30	99.67	BSNS	13.95
1214	N.I.B.	13.80 301198	BHMB	99.25	99.98	BSNS	13.95
1216	E.I.B.	13.90 220300	BHMB	100.30	100.37	BSNS	13.83
1216	CECA	13.50 191295	BVDS	100.30	98.90	BSNS	13.25
1217	E.I.B.	13.35 201297	BHMB	99.05	98.17	BSNS	13.56

- Contribuir a la transparencia del mercado mediante la utilización de pantallas y páginas estandarizadas del sistema SECA para su difusión a través de Reuters, Telerate y otros medios de difusión, tales como la prensa, para permitir dar publicidad a precios e importes cruzados o contratados en un ámbito de audiencia nacional e internacional.

- Compensar a través de un sistema nacional integrado con los dos grandes sistemas de *clearing* supranacionales —CEDEL y Euroclear—, que permita fácilmente intercambiar las posiciones en cada uno de los sistemas.

Este es el enfoque fundamental del mercado AIAF, es decir, mercados abiertos, normas y prácticas de mercado establecidas por los profesionales que intervienen en él, que son los que entienden perfectamente cómo funciona el mercado, y que además son sus actores o protagonistas los que saben cuáles son los puntos importantes y, por consiguiente, pueden hacer que el mercado funcione eficazmente, siempre bajo la regulación de la CNMV y dentro de LMV.

Un mercado global, como es el mercado matador, universaliza el mercado, al permitir la cotización de los creadores de mercado no sólo desde el lugar de residencia, sino también desde sus organizaciones en el exterior; por ejemplo, el Crédit Lyonnais cotiza desde París, y el Deutsche Bank desde Luxemburgo. El Sistema SECA es visible internacionalmente, permitiendo visualizar desde la pantalla los mejores precios de compra y venta y los precios cruzados en el mercado matador desde todas las partes del mundo. Los creadores de mer-

cado cotizan en las pantallas estandarizadas, desde cualquier parte del mundo, característica básica de un mercado global.

DIMENSION DEL MERCADO MATADOR

Desde el 1 de enero, AIAF ha iniciado la cotización y difusión de precios con el soporte SECA.

Actualmente, la deuda viva del mercado matador es de 575.000 millones de pesetas. Un volumen como el indicado genera las condiciones de liquidez para configurar un mercado secundario, desafío que es indispensable afrontar de cara al mercado único.

Durante las semanas transcurridas, desde la apertura del mercado matador en AIAF, el volumen negociado ha sido de 50.453,1 millones. La semana del 4 al 8 de febrero de 1991, el volumen negociado fue de 27.828,8 millones con una media diaria de 5.565,68 millones (gráfico 2).

Desde el 1 de enero, el crecimiento del mercado ha sido de 55.000 millones, correspondiente a cuatro emisiones realizadas por la República de Austria, Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Europeo de Inversiones y Banco Mundial.

Todos los emisores del mercado matador tienen la calificación AAA, excepto el Reino de Dinamarca, que es AA, y el Consejo de Europa, que tiene la calificación de AA+.

A pesar de la reciente exención de retención fiscal para la deuda pública a los no residentes en la CEE, no se observa una menor negociación de

**CUADRO NUM. 3
EJEMPLO REAL DE PANTALLA DE DIFUSION DE PRECIOS CONTRATADOS**

1306 MERCADO MATADOR		-AIAF-	OPERACIONES CRUZADAS AIAJ				
TITULO DE EMISION	CUPON	PR.MAX	PR.MIN	VOL.	PR.MEDIO	TIR	
AUSTRIA	080297	13.55	101.50	100.30	2150	100.75	13.36
N.I.B.	301195	13.80	100.12	99.12	10	99.62	13.88
A.F.B.	070896	12.50	92.87	91.87	15	92.37	14.44
E.I.B.	220295	13.50	99.30	98.30	29	98.60	13.76
E.I.B.	280694	12.20	95.87	94.87	8	95.37	13.74
EUROFIMA	300893	13.75	95.12	94.12	3	94.62	14.10
EUROFIMA	140694	12.37	95.85	94.85	15	95.35	13.96
C.E.E.	240793	12.37	96.75	95.75	10	96.25	13.92
C.E.E.	161195	12.37	94.75	93.75	5	94.25	14.06
W.B.	271098	10.37	84.40	83.40	22	83.90	13.75
W.B.	210694	12.37	96.25	95.25	5	95.75	13.78
E.I.B.	220300	13.90	103.10	100.10	110	101.06	13.67

EN MERCADO MATADOR SE HAN CRUZADO 2.382 MILLONES DE PESETAS

// VER PAGINA MADE //

FECHA 11/01/91

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX INFORMACION XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

+ NUEVA EMISION ADMITIDA A COTIZACION EN MERCADO GRIS

+ -----

EMISOR--- REPUBLICA DE AUSTRIA -AUSTRIA-

IMPORTE--- 15.000 MILLONES CUPON--- 13,55

PRECIO DE EMISION--- 101.80 FECHA DE PAGO---8/02/91

BANCOS DIRECTORES--- BANCO BILBAO VIZCAYA, CITIBANK

FECHA DE VENCIMIENTO--- 9/02/97

bonos matador; por el contrario, el mercado se comporta competitivamente, concentrándose en los plazos a tres y cinco años de los bonos del Tesoro y sin incidencia, por el momento, en los plazos comprendidos entre siete y diez años. Es previsible que en estos últimos plazos se tomen como referencia las rentabilidades de bonos matador para las próximas subastas del Tesoro, aunque la calificación AAA de los bonos matador, muy solicitada en Centroeuropa, permitirá segmentar el mercado de la peseta entre no residentes.

El mercado gris de bonos matador se desarrolla en su totalidad en la plaza de Madrid y se cotiza en las pantallas estandarizadas de AIAF, que son contribuidas por los creadores de mercado, desarrollándose de forma muy activa y competitiva.

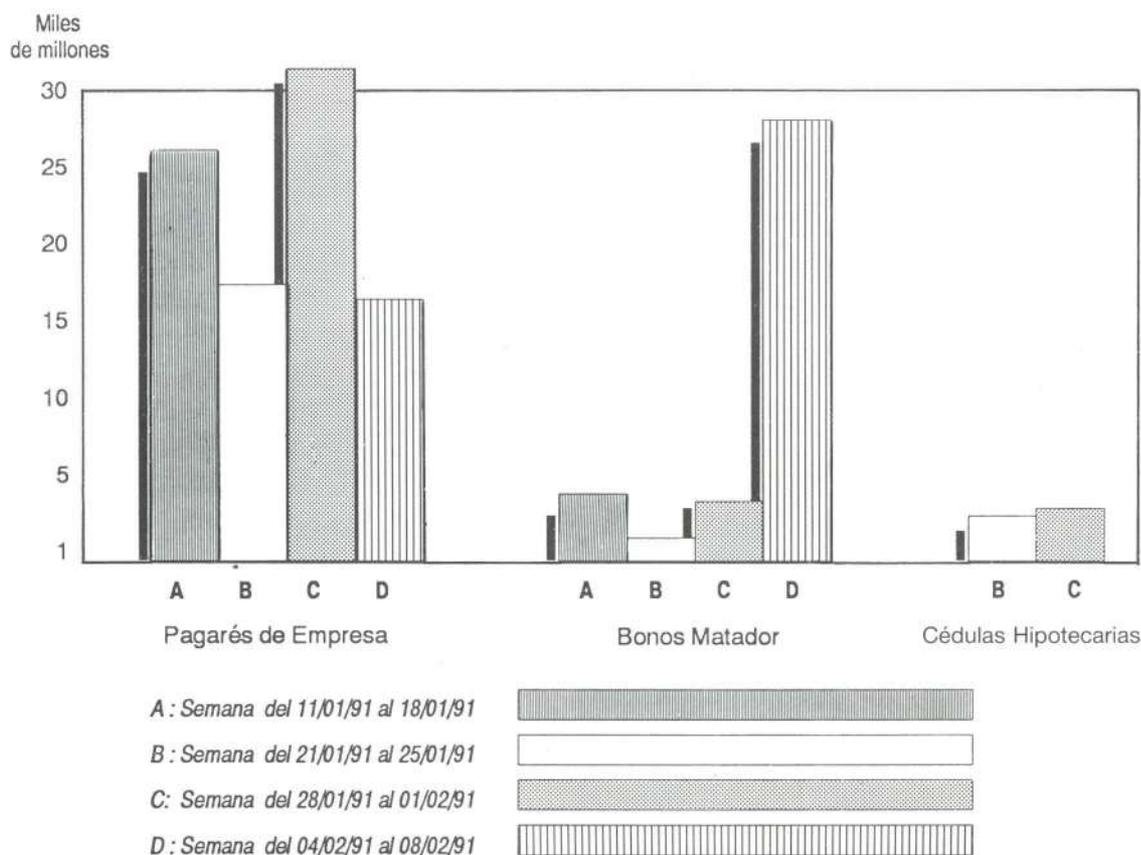
EL FUTURO DEL MERCADO DE BONOS MATADOR COMO MERCADO GLOBAL

Desde que España ha sido aceptada dentro del SME, ha quedado de manifiesto que el riesgo cambiario implícito de hacer inversiones en pesetas quedaba notablemente disminuido por la banda de fluctuación de la peseta con respecto a nuestros socios comunitarios.

El hecho de que las autoridades españolas también decidieran otorgar a los bonos matador un tratamiento fiscal que era evidentemente favorable con respecto a otros instrumentos de singular consideración, como pueden ser los bonos del Tesoro del Estado español, hacía que, desde el punto de

Gráfico 2

CUADRO COMPARATIVO SEMANAL



vista de un no residente, fuera una de las mejores ofertas en términos de inversión disponibles en ese momento, y se convertía en una posibilidad de arbitraje para el emisor, que normalmente se trasladaba a otros mercados, cuando no estuviera interesado en mantener ese pasivo en pesetas. La persistencia de desequilibrios crónicos entre los tipos de interés de la peseta doméstica y la peseta en el mercado exterior permitía y acentuaba, en algunos casos, la existencia de ese arbitraje, de forma que ya no era un mejor tratamiento fiscal lo que contribuía a hacer más atractivo el nivel de emisión, sino que además se veía favorecido por el hecho de que la europeseta tradicionalmente se comportaba de una manera que dejaba un margen, negativo en muchas ocasiones, con respecto a la peseta doméstica de más de 100 puntos básicos.

La distinta percepción del riesgo entre inversores —es decir, los inversores no domésticos y los domésticos— ha contribuido, una vez más, a acentuar el proceso de diferenciación de este producto. Los inversores domésticos, tradicionalmente, han sido bastante insensibles a las diferencias en la

calificación crediticia del emisor, mientras que la inversión internacional normalmente ha sido más sensible a la calificación de crédito de la entidad emisora del papel. Tradicionalmente, en el mercado doméstico han existido emisores no soberanos, distintos del Estado, que han podido financiarse a plazo fijo de interés inferiores y a plazos mayores que el mismo Tesoro, apoyándose quizá en la existencia de unas redes de distribución que ponían el énfasis en vender este papel a inversores que eran bastante insensibles a la calificación crediticia del mismo.

Este sería un primer grupo de factores más bien primitivo, o dependiente tan sólo de la configuración de la CEE, pero podríamos añadir a esto el hecho de que en el momento en que los «matadores» llegan a la escena no existen, en ese momento, instrumentos que tengan las mismas características que ellos, y la novedad que aporta el matador al sistema de la renta fija es que, por un lado, aporta vencimientos no cubiertos hasta entonces por la deuda del Estado español y, por otra parte, emisores que permiten a compañías, como los incipientes

CUADRO NUM. 4
CUADRO SEMANAL DE OPERACIONES CRUZADAS EN BONOS MATADOR
(Semana de 4 al 8 de febrero de 1991)

Titulo	Fecha vencimiento	Cupón	Precio máximo	Precio mínimo	Volumen	Precio medio	TIR
Banco Interamericano	20/02/1996	14,15	102,00	100,00	5.782,60	100,91	13,38
Banco Mundial	25/10/1994	11,37	94,25	93,25	18,90	93,75	13,55
Banco Mundial	21/06/1994	12,37	97,25	95,25	9,00	96,25	13,77
Banco Mundial	09/03/1994	11,75	96,00	95,00	1,00	95,50	13,60
Banco Mundial	08/09/1997	12,25	94,35	94,25	75,00	94,27	13,57
Banco Africano de Desarrollo ..	07/08/1996	12,50	93,50	92,25	109,00	92,91	14,39
Banco Europeo de Inversiones.	21/08/1994	11,85	96,25	93,50	110,50	95,03	13,69
Banco Europeo de Inversiones.	21/02/2001	14,00	102,65	101,30	18.895,00	102,17	13,60
Banco Europeo de Inversiones.	20/12/1997	13,35	99,50	98,50	1.987,00	99,00	13,50
Banco Europeo de Inversiones.	14/11/1997	11,40	100,00	99,50	30,00	99,75	11,39
Banco Europeo de Inversiones.	10/10/1998	10,35	85,12	84,12	1,00	84,62	13,70
Consejo de Europa	05/05/1994	12,62	96,90	95,87	5,50	96,38	14,03
Consejo de Europa	18/02/1994	11,37	94,00	93,00	1,00	93,50	14,17
Consejo de Europa	21/03/1994	12,00	95,55	94,00	135,00	94,76	14,16
Corp. Financiera Internacional..	22/06/1995	13,75	99,80	98,80	14,50	99,30	13,91
Corp. Financiera Internacional..	17/01/1994	11,25	94,00	93,00	14,30	93,50	14,09
Denmark	02/08/1995	13,75	100,50	99,50	3,60	100,00	13,68
Nordick Bank	30/11/1995	13,80	101,15	99,37	331,50	100,13	13,69
Eurofima	29/12/1994	12,62	96,90	95,00	111,00	96,10	13,93
Eurofima	17/03/1995	12,00	95,10	93,00	107,00	94,55	13,82
Eurofima	05/08/1997	12,50	95,00	92,75	3,70	93,37	13,95
Eurofima	30/08/1993	11,75	95,80	94,80	2,40	95,30	13,96
Eurofima	14/06/1994	12,37	97,00	95,50	53,50	96,25	13,91
Eurofima	16/09/1999	11,37	89,00	88,00	2,00	88,50	13,69
Eurofima	17/03/1995	12,00	94,85	93,35	24,00	94,35	13,88
Eurofima	28/06/1995	13,75	100,50	99,50	1,21	100,00	13,68

tes fondos de inversión o compañías de seguros diversificar su riesgo de crédito. Esto de nuevo influye en el mismo sentido que los factores antes apuntados, permitiendo que este producto tuviera un éxito en esa primera fase y un desarrollo espectacular en sólo tres años.

El mercado matador se va a enfrentar con una fiscalidad homogénea, es decir, con un tratamiento común tanto para la deuda del Estado español como para la renta fija privada, al definir que tanto los rendimientos de la una como de la otra estén exentos de retención fiscal, cuando los activos son comprados por no residentes, con el matiz de que los «bonos matador» tienen exención fiscal que abarca más allá del ámbito comunitario, ventaja unida a un *rating* casi siempre «AAA» de sus emisores que permitirá seguir diferenciándose de la deuda pública y de otras emisiones de renta fija privada.

No más allá del primer trimestre de 1991, es posible que se produzca una mayor liberalización al suprimir el 30 por 100 de depósito previo a toda operación de préstamo o emisiones en divisas, que unida a la lógica desaparición de las restricciones sobre *swaps* —posición corta vencida sin límite—, permitirá una mayor libertad para operar en el mercado matador.

Por otra parte, habrá una fuerte competencia en

el mercado interno para captar recursos a plazos largos y tipos de interés fijos.

El inversor nacional se va a mostrar cada vez más propenso a analizar el riesgo implícito en el papel que está comprando como inversión, lo que determinará que las franquicias que tenían ciertas instituciones, que podían emitir por debajo de los rendimientos ofrecidos por el Tesoro, no vayan a mantenerse en el tiempo.

Como consecuencia del proceso *desregulador*, habrá un ajuste también entre los tipos de interés que cabe esperar de la peseta doméstica y la europeseta, a medida que los flujos de capitales de dentro y fuera de España se puedan hacer más transparentes y también se liberalicen.

Como consecuencia de la reciente ordenación del mercado de valores español, habrá un mayor énfasis en la transparencia y en la disminución de costes de transacción. Un Real Decreto, actualmente en ciernes, sobre emisores y oferta pública de valores, ha de favorecer un mercado entre profesionales, es decir, entre los administradores profesionales del dinero que por su propia consideración no precisan ningún tipo de protección, al exceptuar parcialmente de algunos requisitos exigidos por CNMV. Es necesario, un mercado más ágil de emisiones dirigidas al mercado institucional.

Esta nueva regulación establece por primera vez

la norma que regula los programas de pagarés de empresa y obligaciones a medio plazo, o *medium term notes* (MTN), permitiendo generalizar fórmulas más flexibles de emisión.

Hoy día, los emisores en el mercado nacional tienen que cumplir con una serie de requisitos, establecidos por la reciente Ley del Mercado de Valores, que están supervisados en su cumplimiento por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. También se exige, a los que hoy día operan en el mercado como intermediarios o participantes por su propia cuenta, unos niveles de cualificación profesional y de capital que antes eran impensables en el mercado español. Esto, sin duda, va a contribuir a una mayor transparencia en el mercado y a un mayor interés por una buena calidad de riesgo, acompañada por un retorno de la inversión por parte de los inversores.

Por otra parte, se dará un proceso de diversificación en la necesaria convergencia cambiaria y de tipos de interés, que va a ocurrir en el seno de la Comunidad y que determinará que el inversor español busque fuera de nuestras fronteras otros productos que encontrará atractivos, por dejar de ser la peseta una divisa que ofrezca un tipo de interés desusadamente alto en términos reales y nominales.

Todos esos procesos van a traer un grado de sofisticación y competencia que determinará la búsqueda de oportunidades que sean rentables, tanto para nuestros miembros como para sus clientes, así como un mayor afán por evitar riesgos o las distintas percepciones de riesgos, que es lo que ha hecho posible que los bonos matador se constituyan en una excepción.

CONCLUSIONES

Hasta 1982, la negociación de valores de renta fija se producía en las bolsas de valores, un mercado tradicional centralizado en el parquet negociado a viva voz, ahora en proceso de modernización.

En dicho año nacen los pagarés del Tesoro y de empresa, embriones de los mercados mayoristas que hoy se conocen como mercado de la deuda anotada y mercado de renta fija AIAF.

Hasta que no fue creado el mercado de deuda pública anotada, las dificultades del Tesoro para emitir eran muy grandes. En el ámbito privado el mercado de pagarés de empresa permitió una vía alternativa para la financiación a corto plazo de las empresas, evitando una dependencia exclusiva del

crédito bancario. Mientras el desarrollo de este mercado —como señala Moody's— ha sido el pasado año el de más rápido crecimiento en Europa, el mercado tradicional de bonos y obligaciones, bien por el impacto de la deuda pública, bien por los costes y las dificultades transaccionales a que ha estado sometido, ha sido un mercado de escasa actividad y liquidez.

Un mercado de renta fija necesita creadores de mercado que tomen posiciones de compra y venta. Un mercado centralizado sólo es válido en operaciones de detallistas, y se adapta mal a los grandes bloques de operaciones de un mercado mayorista requiriendo la presencia de instituciones que permitan dar contrapartida.

Una excepción ha sido el mercado matador, que se ha desarrollado más de acuerdo con las prácticas internacionales. Desde 1987 ha crecido de forma fulgurante, hasta alcanzar actualmente una deuda viva de 575.000 millones de pesetas; pero este mercado, para su desarrollo, ha prescindido de los mecanismos del mercado bursátil no adecuados para un mercado de estas características.

Estos ejemplos de desarrollo de mercados de renta fija nos invitan a reflexionar sobre el papel que debe desempeñar el mercado de renta fija español de cara a 1992.

En primer lugar, se pone de relieve la necesidad de armonizar los mercados de renta fija para operaciones de detallistas y los mercados de renta fija mayoristas, tanto de deuda pública como de renta fija privada.

Un mercado mayorista debe ser abierto y competitivo, al que puedan acceder todo tipo de intermediarios, desde las sociedades y agencias de valores y bolsa hasta las grandes instituciones financieras con grandes recursos y capacidad para actuar como creadores de mercado, para permitir asegurar las emisiones de renta fija que, de otra forma, no llegarían a realizarse.

En segundo lugar, se impone la necesidad de evitar la huida a otros mercados de operaciones que, por su propia naturaleza, debían realizarse mediante mecanismos de nuestro propio mercado.

Un modelo adecuado para lograr este objetivo es el mercado matador, que permite universalizar o globalizar el mercado sin que para ello sea necesaria la negociación en un lugar físico determinado. En tiempos de grandes tecnologías, como el actual, hay muchas posibilidades de difusión de precios, *matching* y contratación en firme, a través de sistemas de difusión universal que funcionan descentralizadamente y en tiempo real.

No podemos pensar que ningún mercado en el futuro pueda mantener una situación de privilegio en la contratación de títulos más que los derivados de su eficacia y organización.

En tercer lugar, se impone la necesidad de crear un mercado secundario de renta fija, líquido y competitivo. Recientemente, las autoridades han declarado, como especialmente preocupante y urgente, la necesidad de crear un mercado secundario en el contexto del sistema monetario europeo y del desarrollo de una moneda única. Pocas personas están en desacuerdo con estas opiniones.

En cuarto lugar, tenemos que mantener una adecuada competitividad para evitar la emigración de nuestros inversores a otros mercados.

El mercado matador es un modelo que se aproxima a la evolución esperada de internacionaliza-

ción e integración de los mercados domésticos europeos y es susceptible de aplicación a los segmentos del mercado de renta fija domésticos. Un modelo global, como el matador, es indispensable para afrontar el desafío del mercado único.

La autorregulación como unificación de prácticas de mercado y normas vinculantes para sus miembros permite la normalización de los procesos de sindicación, negociación y los posteriores a la contratación relativos a compensación, liquidación y difusión de precios cruzados. Normalización no equivale a uniformidad; por el contrario, un mercado «multiforme» es más eficiente, sin que esto impida la estandarización de los procesos antes indicados.

El objetivo fundamental es mantener bajos los costes y eliminar las restricciones innecesarias en la intermediación.

ALTERNATIVAS ESTRATEGICAS DE LA BANCA ESPAÑOLA EN EL MERCADO FINANCIERO EUROPEO

Carlos CUERVO-ARANGO

I. INTRODUCCION

En el terreno de la práctica bancaria —como, de hecho, en el contexto de toda empresa de servicios—, la reflexión estratégica tiene tres referentes básicos, tres espacios con referencia a los cuales habrá de definirse. Se trata del espacio de los productos, el espacio de los mercados y el espacio de los clientes. El primero responde a la pregunta de *qué* se quiere vender, qué productos y servicios quieren ofrecerse; el segundo responde a la preocupación por *dónde* ofrecer los productos que se desea vender, cuál es el espacio geográfico de actuación de la empresa; finalmente, el tercer espacio hace referencia a *quién* se dirige la preocupación comercial de la empresa, quiénes quiere ésta que sean sus clientes.

Yo quisiera que estos tres conceptos de qué, dónde y a quién, me sirvieran para hilvanar algunas reflexiones sobre las alternativas que se les plantean a las entidades bancarias españolas ante el mercado financiero europeo. Por supuesto que los tres campos que he señalado no son independientes, como veremos, aunque probablemente sí tienen entidad autónoma suficiente como para merecer un tratamiento separado.

II. PERSPECTIVAS ESTRATEGICAS GENERALES

No obstante, antes de iniciar un recorrido detallado por el camino que acabo de señalar, será bueno plantear algunos aspectos de importancia estratégica general que, de una u otra forma, condicionan ya la práctica bancaria en lo que afecta a los productos, los mercados y los segmentos de clientela a los que se dirige. Me refiero al capital, a la productividad y a los costes operativos.

En lo que respecta al capital, los sucesos de los últimos meses han señalado con claridad su escasez a nivel mundial y la dificultad de adecuarse a los requisitos que marcan los reguladores. En efecto, la combinación de tasas elevadas de crecimiento de los activos y los riesgos igualmente crecientes ha situado la cuestión de la disponibilidad de capital en primera línea de preocupación para los gestores financieros. Por una parte, la situación de los mercados bursátiles vuelve cada vez más difícil la realización de ampliaciones de capital, y aun cuando éstas fueran posibles, consideraciones ligadas al crecimiento potencial del beneficio por acción —y, por tanto, de la cotización bursátil— y el cuidado con el que hoy debe considerarse el *ratio* del rendimiento sobre el capital (ROE) —convertido en uno de los *ratios* cruciales para juzgar la gestión de los administradores financieros— plantearían serias dudas ante una práctica de aumento continuado del capital a través de la ampliación del número de acciones, aun cuando ésta fuese aceptada por el mercado.

Sin embargo, es un hecho que los recursos propios son la base sobre la que se edifica todo el armazón de una empresa financiera y, en el contexto actual de riesgos de todo orden, su disponibilidad abundante se convierte en la mejor garantía de solidez y en la única base de crecimiento. Ello ha conducido al desarrollo de varios tipos de productos que los reguladores aceptan en el cómputo de los recursos propios, en la medida en que participan de algunas de las características del capital y, en particular, de la capacidad de absorber pérdidas sin poner en peligro la permanencia de la empresa. Se trata de la deuda subordinada, perpetua o no, en sus diversas variantes (FRN, VRN, etc.) y de las acciones preferentes, hoy por hoy únicamente desarrolladas plenamente en el Reino Unido y en Estados Unidos.

Así pues, dada su escasez y su coste, al tiempo

que su importancia en el progreso ordenado de las empresas financieras, la gestión del capital se plantea como uno de los principales componentes de la administración de la empresa, y extiende sus implicaciones a la mayor parte de los aspectos de ella: consumo de capital de cada producto, nuevo o tradicional, optimización del inmovilizado, política de inversiones, etc. De hecho, uno de los aspectos claves de la política de capital es la gestión de la propia estructura del balance bancario, particularmente la determinación de qué activos deben incluirse o no en él (*on-off balance sheet*), y también qué activos presentes en el balance deben desgajarse de él, convirtiéndose en activos financieros susceptibles de ser vendidos a terceros, en procesos denominados de «securitización», a cuya proliferación estamos asistiendo actualmente, si bien aún no en España, debido a dificultades regulatorias.

Estos aspectos de la gestión del capital tienen, en mi opinión, tal importancia estratégica que no sería exagerado afirmar que, junto con la reducción de los márgenes de intermediación, la escasez y el coste creciente del capital constituyen el mayor impulso para el cambio de la estructura del negocio de las instituciones financieras en la actualidad.

El segundo aspecto de importancia estratégica general al que quisiera referirme es el de la productividad de la operativa bancaria, cuya mejora acelerada viene impuesta por el descenso inexorable de los márgenes operativos. Como más adelante tendremos ocasión de discutir, el aumento del coste del pasivo supone una presión permanente sobre el margen financiero y, por tanto, supuesto que lo demás permanece invariable, también sobre el margen de explotación. Es obvio, pues, que se trata de que lo demás varíe y, al respecto, la mejora de la productividad es una de las principales causas que contribuye a ello, tanto a través del aumento de los ingresos financieros —por la vía del aumento de la venta de productos a los clientes actuales o el aumento del número de clientes— cuanto por el aumento de la venta de servicios con un valor añadido creciente, que contribuye al aumento de los ingresos por comisiones.

La implantación de una política de aumento de la productividad tiene como condición de posibilidad la obtención de avances importantes en el aparato tecnológico a disposición de la empresa y en la preparación de sus recursos humanos. Ambas cosas plantean, sin embargo, incrementos de costes de explotación, que constituyen el otro aspecto sobre el que debe pivotar la defensa del margen de explotación. Se trata, pues, de establecer un equilibrio difícil entre el gasto tecnológico y

formativo necesario y el aumento de productividad que se consigue con él. Globalmente, mi opinión es que una política razonable de gasto tiene todas las probabilidades de pagarse a sí misma a través de la mayor venta de productos y servicios que posibilita y el mayor valor añadido de éstos.

III. QUÉ, DÓNDE, A QUIÉN

Me propongo volver ahora a los tres conceptos clave que señalaba al comienzo como definitorios de las distintas estrategias de las instituciones financieras españolas. Se trataba de qué vender, dónde hacerlo y a quién.

Están, pues, en primer lugar, los temas cruciales relativos al espacio de los productos. Una larga tradición ha asentado firmemente a la banca española en el campo de la banca universal y ésta es una tradición a la que no creo que deba renunciarse. Ahora bien, en los comentarios habituales se utiliza el adjetivo «universal» con dos grados de fuerza distintos que conviene señalar. En primera instancia, se llama universales a aquellos bancos a los que la regulación no fuerza a elegir entre actividad crediticia y actividad de intermediación de activos; en esta acepción, los bancos españoles, franceses o del Reino Unido serían «universales», pero no los de Japón o los de Estados Unidos. Yendo un poco más lejos, en una acepción más europea, se llama universales a los bancos que, pudiendo hacerlo, deciden mantener en su activo participaciones de empresas industriales, gestionando esta cartera con diferentes grados de intensidad; en este sentido, serían universales algunos bancos españoles o alemanes y no lo serían los ingleses o italianos.

En todo caso, sucede que, afortunadamente, las tendencias anglosajonas no han conseguido prevalecer en la regulación comunitaria, a la que pronto se verán abocadas las instituciones bancarias españolas, y éstas, por tanto, podrán elegir el grado de universalidad que deseen para su actividad dentro de coordenadas que, pese a ciertas limitaciones, son aún muy amplias. En particular, cada entidad podrá elegir el grado y la forma de su participación en los diferentes mercados de activos financieros, sin verse sometida a separaciones de actividades y estructuras que no sean las necesarias para asegurar un comportamiento honesto y desprovisto de ventajas indebidas en cada uno de los mercados en que participe. Igualmente, cada entidad podrá elegir la amplitud de su implicación industrial y las características de su gestión en este campo.

Lo que es peculiar, sin embargo, es que, con frecuencia, estos temas estratégicos relativos al espacio de los productos no pueden resolverse sino muy parcialmente por referencia al mercado financiero europeo. Lo trascienden, puesto que su marco de referencia es mucho más amplio. Tomemos, por ejemplo, el mercado de divisas y los mercados derivados tendentes a facilitar a las empresas la cobertura de sus riesgos de interés y cambio: *swaps*, *caps*, *fras*, etc. En la medida en que la liberalización de los movimientos de capital sea una realidad plena, los mercados financieros de los países comunitarios serán alternativos a otros mercados como los de Estados Unidos y Japón, por ejemplo, y no se ve claro que existan o vayan a existir ventajas diferenciales *a priori* en favor del espacio europeo a este respecto. Lo mismo sucede con los mercados de acciones y bonos, los de activos monetarios y otros muchos. Y ello es así independientemente de su grado de desarrollo actual en España, el avance de la liberalización de los movimientos de capitales o la armonización regulatoria intracomunitaria.

Lo que en este campo sí podría tener implicaciones estratégicas de mayor cuantía es el establecimiento entre los países comunitarios de tipos de cambio fijos irrevocablemente, y más aún una moneda única. Sin embargo, a mi juicio, estas consecuencias de la integración monetaria, que se concretan en la segunda etapa de la unión monetaria europea, son aún demasiado distantes e inciertas como para que deban constituirse en ejes relevantes de la reflexión estratégica de las entidades españolas.

Con todo, existen otros campos, dentro de este espacio de los productos, en los que la perspectiva europea fuerza a las entidades financieras españolas a plantearse modificaciones que suponen verdaderos cambios estratégicos en su actividad. La mayor parte de ellos se refieren a los productos de gran consumo propios de la banca al por menor. En efecto, la liberalización de los movimientos de capital abre la posibilidad de que en una misma institución financiera española se puedan abrir cuentas en varias monedas o utilizar divisas diferentes para productos diferentes; en ambos casos, incluso tratándose de un mismo titular. En otras palabras, un cliente español podrá adquirir y poseer activos financieros denominados en otras monedas sin necesidad de salir de España, de la misma forma que los clientes bancarios de otros países podrán también elegir la peseta como moneda de denominación de parte de sus activos financieros, al igual que podrán hacerlo los españoles residentes en el extranjero.

Es claro que, para las entidades bancarias españolas, el mantenimiento de su presencia en mercados de las características descritas requiere transformaciones estratégicas importantes; por ejemplo, en lo que se refiere a la concepción y evaluación de la relación con cada cliente particular o en la estructura de cuentas que se utilice, que habrá de considerar la opción multidivisa como una de sus características más habituales.

Como ya he comentado anteriormente, la condición de posibilidad de los desarrollos que estoy exponiendo es, sin ninguna duda, la disposición de un sistema tecnológico sustancialmente más desarrollado que el utilizado en la actualidad. Cada vez de una forma más clara y explícita, los productos que cada entidad pueda ofrecer dependerán de la tecnología informática a su disposición, y no tanto de su mayor o menor sofisticación financiera, algo que ya es evidente ahora en el campo de los servicios bancarios.

En términos generales, abandonadas —si es que alguna vez existieron— las ambiciones «globales» por parte de todas las entidades financieras españolas, las alternativas estratégicas que se plantean en el campo de la «universalización» de la actividad no deben diferir mucho de la profundización en las tradiciones ya presentes hoy en los diferentes bancos españoles.

El hecho de que las alternativas estratégicas, en el campo de los productos a ofrecer, se concreten en el desarrollo de las tendencias presentes no implica que no deban cambiar muy radicalmente las fórmulas organizativas y de gestión que vayan a utilizarse para hacer frente a los riesgos competitivos del futuro. Un ejemplo claro en este sentido lo tenemos en la estructuración interna de la actividad de las instituciones financieras. Tradicionalmente, éstas se habían estructurado siguiendo líneas de producto: hipotecas, créditos comerciales, productos de inversión, etc., mientras que las nuevas realidades impulsan cada vez más el avance de la estructuración por grupos de clientes, de forma que se controlen más adecuadamente el servicio que se ofrece y la rentabilidad que se obtiene en la relación con cada uno de ellos. Es obvio que este paso de la estructuración por productos a la estructuración por clientes tiene implicaciones sustanciales a múltiples niveles: tecnológico, contable, de *marketing*, etcétera.

Como otro ejemplo de este proceso de cambio de fórmulas organizativas, puede citarse el experimentado por la relación de los bancos con sus empresas industriales participadas. En el caso de Banesto, ello ha conducido a poner a punto una

estructura de corporación industrial que nos parece un instrumento más idóneo, para enfrentar la competencia de los grandes conglomerados europeos y no europeos, que la estructura de participaciones accionariales dispersas que había estado vigente en esta entidad hasta hace muy poco.

Por otra parte, la preocupación ya señalada por los costes y rendimientos de cada producto debería conducir a una política de precios más activa, que pusiese fin al universalismo bancario entendido como oferta indiscriminada de todo tipo de productos y servicios por parte de todo tipo de instituciones, con la consiguiente subsidiación generalizada de unos productos por otros. En este sentido, yo esperarí que las políticas de aumento de la productividad condujeran a una cierta tendencia a la especialización de cada entidad financiera en la oferta de aquella gama de productos y servicios en la que su posición competitiva de costes, o de valor añadido, le permitiese obtener rendimientos superiores.

Corresponde ahora referirse al espacio de los mercados, a la dimensión geográfica de la actividad de cada institución financiera. Hasta no hace mucho, la polémica estratégica se hubiese planteado en términos de la pretendidamente necesaria globalización de la actividad, entendida como la necesidad de mantener una presencia activa en los principales centros financieros del mundo y justificada con el doble argumento de la interrelación global de los mercados financieros y de las necesidades, igualmente globales, de los clientes bancarios. Afortunadamente, la realidad se ha encargado de desinflar los globos más audaces de la reflexión del pasado, no sin que algunas entidades «globales» hayan tenido que replantear totalmente sus bases estratégicas, con frecuencia después de haber sufrido grandes pérdidas.

En realidad, ni la globalización de los mercados progresa al ritmo que se había supuesto, ni el progreso que realmente existe requiere una presencia global, ni está claro que los grandes clientes internacionales prefieran que una misma institución financiera se ocupe de todas sus necesidades en los distintos mercados internacionales y nacionales en los que operan. En otras palabras, se han vuelto a descubrir las ventajas de la especialización y el apego al terreno conocido, lo que no excluye, sino más bien exige, acuerdos de colaboración cada vez más amplios.

Mutatis mutandis, es mi opinión que en lo que respecta a la «europeización» de los bancos españoles se ha producido un fenómeno paralelo, que, sin embargo, ha situado en diferentes posiciones

a cada entidad, de acuerdo con el mayor o menor grado de avance en la implantación europea autónoma realizado por cada uno de ellos.

Quizás, a este respecto, la pregunta radical se refiere a la opinión que cada entidad tenga sobre el ritmo de avance del mercado europeo integrado, en particular sobre el grado y la extensión de esa integración en el futuro. Porque si se piensa que la diversidad cultural y regulatoria de los diferentes países europeos va a mantener la especificidad relativa de los distintos mercados nacionales, entiendo que la decisión estratégica ha de tener unos parámetros distintos de los que se seguirían de una reflexión que concluyese que, por el contrario, el avance del mercado único iba a conducir, en un plazo razonablemente corto, a la unificación cultural, operativa y regulatoria de los distintos mercados europeos. En el primer caso, la tendencia sería hacia el respeto a las peculiaridades operativas locales, y consiguientemente a las instituciones que las realizan, con las que podría llegarse a acuerdos de servicio y colaboración mutua, mientras que en el segundo parece que estaría más justificada la alternativa que buscarse mantener una presencia comercial propia en todos o en algunos países europeos.

En mi opinión, ambas situaciones pueden observarse entre los bancos españoles, y creo que muchos estaremos de acuerdo en que es probable que las diferencias a este respecto tiendan a profundizarse en el futuro.

En todo caso, sea cual sea la opinión de cada entidad sobre estos temas, en lo que respecta a la consideración de posibles adquisiciones en otros países creo que es pertinente llamar la atención sobre dos aspectos especialmente significativos: la imperiosa necesidad de no confundir «nichos» operativos con operativas simplemente pequeñas, y la conveniencia de valorar con cuidado las ventajas competitivas que van a poder aportarse a la nueva estructura una vez adquirida, con frecuencia extraordinariamente limitadas, entre otras razones, por la dificultad de prescindir de capacidad de gestión en la estructura matriz básica.

Al final, en lo que respecta a este aspecto crucial de la actividad bancaria cual es el de dónde quiere desarrollarse, creo que se abrirá paso con fuerza la idea de que lo importante es la calidad del servicio que pueda darse a los clientes. En este sentido, la ventaja competitiva que se tenga o pueda alcanzarse en cada país, dentro de la operativa que quiera desarrollarse en él, debería ser determinante a la hora de decidir la implantación exterior

propia de los bancos españoles como alternativa a la obtención de amplios acuerdos de colaboración con entidades de otros países, que pueden incluir o no intercambios accionariales.

Al respecto, quizá se deba insistir en que de ningún modo el espacio geográfico de actuación de las instituciones financieras españolas debe reducirse al mercado único europeo. El hecho de que este espacio plantee situaciones económicas y regulatorias comunes, que le dan una importancia estratégica fundamental, no excluye la atención a otros espacios en los que las ventajas competitivas de las instituciones españolas pueden ponerse plenamente de manifiesto. La referencia latinoamericana, por ejemplo, no debe perderse, y su importancia estratégica podría aumentar enormemente en función del desarrollo de los acontecimientos en algunos de esos países, en Estados Unidos y en la propia Europa.

Finalmente, llegamos al espacio de los clientes, el relativo a los titulares de los esfuerzos comerciales de las entidades bancarias. Este es quizá el campo en el que los desplazamientos estratégicos de las distintas entidades encierran consecuencias de más largo alcance. Por ejemplo, no sería insensato reconstruir los últimos años del sistema financiero español como la pugna entre bancos y cajas de ahorros por el control del segmento de clientes individuales, abandonado parcialmente por la banca durante años y objeto posteriormente de sus mayores esfuerzos de captación, en la medida en que el aumento generalizado de las rentas familiares en los últimos años lo convirtió en demandante privilegiado de nuevos y más sofisticados productos financieros.

En todo caso, es claro que cada entidad ha de plantearse su estrategia en relación a los segmentos de clientela a los que desea dirigirse y actuar en consecuencia, y la referencia europea no hace sino dar nueva urgencia a esta obligación básica. Procede, pues, pasar revista brevemente a los principales segmentos de clientes de las instituciones financieras españolas, considerando en qué medida se ven afectados por la perspectiva estratégica de la unificación europea.

Como se ha repetido con frecuencia, en el campo de los grandes clientes empresariales lo que haya de ser la competencia del mercado único es ya una realidad en la práctica diaria de los bancos españoles. Sin embargo, debemos ser conscientes de que esta área de actividad tenderá a complicarse al compás de dos fenómenos: por un lado, los desarrollos tecnológicos, muy intensos en este campo, principalmente en lo que respecta a la apa-

riación de nuevos instrumentos financieros tendentes a reducir los riesgos de interés, liquidez y cambio; por otro, la consolidación definitiva de la liberalización de los movimientos de capitales, que permitirá a las grandes empresas un abanico de alternativas en cuanto a los instrumentos, las divisas y los plazos de su financiación desconocido hoy por hoy. Los bancos españoles deberán desarrollar actuaciones decididas si desean mantener su pérdida de cuota en este segmento en los niveles actuales.

En el segmento de los individuos e instituciones de mayor nivel de renta y riqueza, la ventaja competitiva de las instituciones financieras españolas es escasa, y se asienta básicamente en las relaciones personales y en el conocimiento profundo del terreno que se pisa. Por esta razón, éste es uno de los campos más abierto potencialmente a la competencia foránea, y en el que una presencia activa de las instituciones españolas pasa por el desarrollo de una tecnología y unos modos de hacer que no son, hoy por hoy, moneda corriente en nuestro país. Con todo, creo que este campo de actividad, muy ligado a la «gestión de fondos» en su sentido más amplio, está llamado a tener un gran desarrollo entre nosotros, probablemente a través de alianzas con instituciones extranjeras, no necesariamente europeas.

Nos queda el inmenso segmento de los particulares de rentas medias y medias altas, y las pequeñas y medianas empresas, lo que los anglosajones llaman el *middle market*. Sin duda éste es el terreno de actuación más competido, y también el único decisivo para la mayor parte de las entidades bancarias españolas. Conservar la primacía en este segmento de negocio es crucial para nuestras entidades y, desde la perspectiva del mercado único, es claro que el principal elemento estratégico de defensa del que disponemos es la amplitud y profundidad de nuestras redes de sucursales, en la medida en que establece un componente de coste fijo difícilmente superable para entidades de otros países; por cierto, no estará de más decir que ésta es una ventaja competitiva universal, de forma que opera también en nuestra contra a la hora de buscar el establecimiento en otros países.

Sin embargo, no es ésta nuestra única ventaja competitiva, y en tal sentido, a mí me gustaría referirme ahora a las implicaciones estratégicas de los últimos desarrollos comerciales habidos en España en este campo de los particulares y las PYME. Me refiero, desde luego, a la generalización de la oferta de cuentas de alta remuneración para saldos reducidos por parte de la práctica totalidad de los bancos españoles. Sin embargo, al referirme a este

tema, creo necesario realizar algún excurso por aspectos conexos, buscando la perspectiva adecuada para considerar sus implicaciones estratégicas.

IV. CUENTAS DE ALTA REMUNERACION Y ESTRATEGIA

Al analizar el tema de la remuneración de mercado para saldos a la vista, tiene interés plantearse sus posibles implicaciones desde diferentes planos, ya que su alcance no se reduce, en modo alguno, a los bancos y cajas de ahorros que de un modo directo están protagonizando la contienda, ni al efecto inmediato sobre sus depósitos de clientes.

El primer nivel, de carácter más general, en el que tiene sentido explorar el fenómeno es en el contexto del conjunto de los activos bajo los cuales mantiene el público su liquidez, para tratar de observar si ha originado modificaciones significativas en la estructura de tales activos. Principalmente, por lo que afecta a su división entre aquellos que son a su vez pasivos de las entidades financieras —es decir, básicamente los depósitos— y aquellos otros que son pasivos de otros agentes económicos, y notoriamente la deuda de las administraciones públicas (AAPP). En segundo lugar, ya dentro del sistema bancario, tiene interés preguntarse si la denominada «guerra del pasivo» ha afectado a la relación entre las participaciones relativas de bancos y cajas de ahorros en el mercado de depósitos. Por último, lógicamente, existen los efectos sobre los propios bancos y la estructura de sus relaciones mutuas.

En la consideración de cualquiera de estos niveles, sin embargo, ha de tenerse en cuenta que ha transcurrido muy poco tiempo desde el inicio del fenómeno para que sus efectos sean plenamente visibles. Esta es la dificultad principal que existe en estos momentos para alcanzar conclusiones definitivas en cualquiera de los tres planos citados, por lo que cuanto sigue hay que considerarlo como primera aproximación a un problema que, evidentemente, tendrá interés seguir de cerca en el futuro.

1. La competencia sistema bancario-resto de agentes como meta-marco de referencia

El sistema financiero español ha conocido en los últimos años un proceso de desintermediación que se manifiesta en la evolución de distintas magnitu-

des que miden la liquidez a nivel agregado. En este contexto tiene interés observar si, en los meses recientes, se está modificando el modo en que se reparten los flujos financieros de la economía entre los diferentes grupos de agentes económicos. Más concretamente, ¿se ven afectados por las cuentas de alta remuneración los pasivos financieros emitidos por el conjunto del sistema crediticio y mantenidos por el público? O, lo que es lo mismo, ¿están desplazando en las preferencias del público los pasivos emitidos por el sistema bancario a los emitidos por otros agentes económicos, y en especial por las AAPP?

Para responder a esta cuestión, no pueden ignorarse los dos elementos de distorsión introducidos en el conjunto del sistema por el límite cuantitativo al crédito interno y el depósito del 30 por 100 que penaliza el endeudamiento externo de las empresas. Estas dos limitaciones han originado importantes transformaciones en los flujos financieros de nuestra economía, cuyo principal exponente ha sido el espectacular aumento experimentado por los saldos de pagarés emitidos por las empresas y, en gran medida, adquiridos y mantenidos por el público. Pese a ello, pueden aportarse algunos elementos de respuesta a la cuestión planteada, comenzando por los resultados que se obtienen del análisis de los ALP y de alguno de sus componentes.

CUADRO NUM. 1
VARIACIONES PORCENTUALES DE ALP Y M3
SOBRE DICIEMBRE ANTERIOR
(En tasa anual)

	ALP	M3
1986	12,2	4,1
1987	14,7	6,4
1988	12,2	11,4
1989	11,3	10,4
Septiembre 1990	9,6	15,3

En particular, el incremento de ALP hasta septiembre, en tasa anualizada y sobre series desestacionalizadas, ha sido del 9,6 por 100, en tanto que M3 ha avanzado en igual tasa el 15,3 por 100. Estas son cifras que alteran notablemente la evolución anterior, en la que el total de disponibilidades líquidas, M3, venía creciendo a menor ritmo que ALP. La recuperación de la parte de M3 en ALP que estas tasas expresan se viene arrastrando a lo largo de todo 1990.

Marginalmente, tiene interés mencionar que M1 viene creciendo a tasas muy superiores al total de M3, y por encima del 30 por 100 en los últimos seis meses, reflejando los fuertes desplazamientos

en la estructura de los depósitos bancarios que están originando las cuentas de alta remuneración en favor de las cuentas corrientes.

De la evolución de ALP y M3 parecería poder concluirse que M3 ha aumentado su participación a costa de otros activos líquidos en manos del público distintos de los depósitos. No obstante, antes de tratar de detectar qué activos han resultado penalizados, hay que matizar la conclusión con la ampliación necesaria de los agregados utilizados, pues bien pudiera ser que fuese el conjunto de los activos líquidos en manos del público el que se estuviese viendo preterido en las preferencias del público en favor de otros activos líquidos no incluidos en ALP. Por ello, es conveniente incorporar a ALP los saldos estimados de pagarés de empresa en poder del público, dado el importante desarrollo de este instrumento en 1990. Así, mientras hasta agosto ALP crece el 9,9 por 100, la serie de ALP más pagarés de empresa aumenta el 14,5 por 100, por debajo de M3, que crece el 15,2 por 100 en el mismo período. De esta forma, M3 mantiene su participación en el conjunto de ALP+PE en el 71,3 por 100, aproximadamente, entre diciembre de 1989 y agosto de 1990.

CUADRO NUM. 2
VARIACION PORCENTUAL DE ALP, ALP+PE Y M3
SOBRE DICIEMBRE ANTERIOR
(En tasa anual)

	ALP	ALP+PE	M3
1989	11,3	N. D.	10,4
Agosto 1990	9,9	14,5	15,2

Básicamente, pues, tomando en consideración los pagarés de empresa, también parece confirmarse la recuperación de M3, aunque ésta se expresaría, hasta el momento presente, más en la detención de la caída anterior y menos claramente en la recuperación de cuota que parecía deducirse en ausencia de los pagarés de empresa.

En consecuencia, y tomando en consideración la evolución de otros activos líquidos en manos del público dentro del agregado ALP+PE, pueden apuntarse las siguientes conclusiones, necesariamente provisionales:

- En el período transcurrido de 1990, las transformaciones de flujos financieros debidas a la aparición de las cuentas de alta remuneración tienden a confundirse con las derivadas de la existencia de limitaciones a la expansión del crédito.
- Considerando una definición amplia de activos en poder del público (ALP+PE), pueden señalarse los siguientes aspectos:

— Los pagarés de empresa aumentan su participación en el agregado más que cualquier otro activo.

— La participación de M3 se mantiene, frenándose la caída tendencial que se observaba hasta entonces.

— La participación relativa de los instrumentos del Tesoro, considerados conjuntamente, frena su aumento anterior, aunque estos saldos no llegan a perder claramente peso relativo.

— Se reducen notablemente los saldos de empréstitos y de operaciones de seguros (concertados por las cajas de ahorros). No obstante, estas caídas parecen responder a otros factores, y se habrían producido de todos modos en ausencia de las cuentas de alta remuneración.

En resumen, los efectos de mayor relevancia que parecen deducirse de lo anterior pueden sintetizarse diciendo que los depósitos totales detienen su caída y los instrumentos del Tesoro detienen su ascenso.

2. La competencia banca-cajas como supra-marco de referencia

El segundo nivel en el que la actual guerra del pasivo es relevante es el relativo a la competencia entre la banca y las cajas de ahorros. Independientemente de la voluntad expresada por algunos de sus principales actores, creo que la aparición de las cuentas de alta remuneración en España puede interpretarse desde la perspectiva de la competencia entre la banca y las cajas de ahorros por aumentar su cuota de mercado; en particular, como un intento generalizado de la banca de ganar cuota de mercado y asentar definitivamente su predominio en las capas de mayor poder adquisitivo del mercado de particulares y PYME.

En conjunto, hasta el momento presente, este aspecto de la cuestión está lejos de haberse clarificado de un modo definitivo, aunque hay indicios claros de que, con la información disponible al término del primer semestre de 1990, tanto las cuotas de mercado de los depósitos como las del conjunto de acreedores del sector privado invierten la tendencia de los años anteriores y muestran una recuperación de la banca en detrimento de las cajas. La información más reciente disponible, referida a las cifras de balance de agosto, no aporta una clarificación adicional, ya que ese mes tiene un claro perfil estacional a la baja en el caso de la banca que no aparece en modo alguno para el conjunto de las cajas, lo que dificulta los intentos de establecer nuevas comparaciones.

Es obvio que, a la hora de determinar la evolución previsible de las cuotas de mercado respectivas de ambos grupos de entidades, el efecto de las cuentas de alta remuneración juega conjuntamente con el proceso de reestructuración en que se encuentra inmerso el sector de las cajas de ahorros, y mucho va a depender en el futuro de la estructura del sector que resulte. Con todo, hoy por hoy, creo que es razonable mantener que la pérdida tendencial de cuota de mercado de la banca se ha detenido, aunque es mucho más arriesgado opinar sobre si la reversión del proceso anterior está consolidada o lo estará en el futuro.

3. La competencia entre bancos como marco próximo

En lo que respecta a la estructura interna de las relaciones entre bancos, pienso que la aparición de las cuentas de alta remuneración debe considerarse como un episodio de la lucha por la cuota de mercado, el volumen de clientes y, en definitiva, el liderazgo.

CUADRO NUM. 3
PESO RELATIVO DE M3 SOBRE ALP+PE
(En porcentaje)

	En series originales	En series desestacionalizadas
1989	71,5	70,5
Agosto 1990	71,2	70,8

Por otra parte, este proceso no surge de un modo repentino, ni como fenómeno aislado. Más bien es una culminación o resultante de la evolución que ya venía viviendo el sistema bancario español y de las expectativas creadas por los cambios anunciados en nuestro entorno internacional más próximo.

En efecto, en el plano interior, la comunidad bancaria se había visto fuertemente sacudida por la ruptura de una situación que globalmente era percibida como un *statu quo* que, con sus altibajos, contribuía al mantenimiento de unas reglas de juego bien asentadas y generalmente aceptadas por los principales agentes del sector bancario. En este marco, sin embargo, la primera OPA intentada por un gran banco, los intentos de fusión de otros, la fusión realmente realizada y el clima —que rebrota con enorme facilidad— de la posibilidad de nuevas alianzas, más o menos amistosas, configuran una situación nueva, de ruptura, que es el caldo de cultivo en que se desarrolla el proceso actual.

Junto a esto, tienen una gran importancia las

expectativas que crea el previsible aumento de la competencia derivado de la aproximación del mercado único. La necesidad de adecuarse a esta nueva situación se concentra, muy principalmente, en la conveniencia de intensificar los vínculos con los clientes, como un intento de garantizar su fidelidad, y en desarrollar estrategias que, simultáneamente, tiendan a diluir los costes de explotación, esto es, a reducirlos en términos unitarios.

Esto último empuja claramente a opciones de crecimiento que, al margen de fusiones o absorciones de otros bancos, se traducen en la necesidad de hacer crecer el propio balance y, como punto de partida para conseguirlo, en incrementar los depósitos de los clientes.

Con esta perspectiva, las entidades pueden optar básicamente entre estrategias centradas en políticas de precios o de gestión. Es claro que en ambos casos deberán consentir un efecto negativo a corto plazo sobre la cuenta de resultados, aunque —dependiendo de la política elegida— éste se expresará de un modo diferente en el resultado final.

Con una política de precios, el esfuerzo recaerá básicamente sobre los costes financieros. El estrechamiento del margen financiero resultante debe verse aminorado por la menor incidencia de unos costes de transformación sensiblemente constantes sobre un balance en expansión.

Por el contrario, políticas centradas en la gestión y la intensificación de mayores servicios y atenciones al cliente no afectarán básicamente al margen financiero, sino a los costes de transformación.

Es obvio que este esquema simplificado puede ampliarse a diferentes combinaciones de ambas políticas, pero es suficiente como marco válido para ilustrar la situación actual.

Uno de los grandes bancos, el Banco de Santander, consciente de la fortaleza de su balance y, por consiguiente, de su capacidad de soportar reducciones de margen financiero, inició el proceso siguiendo una agresiva política de precios.

Siguieron otros —Banesto fue el segundo—, y con productos o cuentas específicos o consintiendo una mayor remuneración en productos ya existentes, todos los grandes bancos se encuentran hoy inmersos en una situación que difiere sensiblemente de la existente en un pasado reciente.

La evaluación de esta nueva situación es realmente compleja. Lo es, fundamentalmente, porque el tiempo transcurrido es manifiestamente insuficiente para permitir alcanzar conclusiones. Sólo a

CUADRO NUM. 4
SISTEMA BANCARIO. CUOTAS DE MERCADO
(En porcentaje)

	1986		1987		1988		1989		Junio 1990	
	Bancos	Cajas más Cooperativas	Bancos	Cajas más Cooperativas						
Depósitos	52,2	47,8	51,3	48,7	49,6	50,4	49,3	50,7	49,8	50,2
Acreedores	56,9	43,1	57,8	42,2	53,6	46,4	52,6	47,4	53,0	47,0
S. privado	54,7	45,3	56,1	43,9	51,6	48,4	49,9	50,1	50,3	49,7
S. público	53,0	47,0	54,0	46,0	51,3	48,7	57,9	42,1	58,0	42,0
No residente	88,6	11,4	86,9	13,1	86,3	13,7	86,2	13,8	86,1	13,9

plazo medio podrán valorarse unos resultados que, en última instancia, remiten a la cuestión básica de la rentabilidad de los recursos propios y a cómo una estrategia de crecimiento contribuye, o no, a este objetivo fundamental cuando se supera la perspectiva del muy corto plazo.

Precisamente por esta razón, no es mi intención en este momento detenerme en comparaciones de detalle entre entidades.

No obstante, con la poca evidencia disponible hoy, parece que puede señalarse que la estrategia adoptada ha supuesto un éxito para el primer participante en la contienda, por lo menos en lo que respecta a la captación de nuevos fondos.

Para el resto de la banca, la situación aparece más incierta por el momento. Los primeros resultados disponibles no permiten afirmar que las estrategias basadas en el lanzamiento de una cuenta de alta remuneración se muestren claramente superiores o inferiores a la alternativa, quizá menos agresiva, de aceptar las demandas de mayores remuneraciones sin salir del marco de los productos ya existentes.

Por otra parte, es seguro que los efectos más espectaculares en el terreno de la captación de fondos se han producido ya, aunque todavía subsistirán desplazamientos menores entre entidades.

En cualquier caso, cuando las aguas de este episodio se remansan, es claro que podrán observarse modificaciones importantes respecto de la situación de partida que afectarán a la posición relativa de algunas de las principales entidades.

Más incierto es el efecto a medio plazo sobre el margen financiero y las cuentas de resultados. Es obvio que todos los bancos se ven afectados por el encarecimiento de sus pasivos y sufren las consecuencias de esta situación. Pero también en este aspecto unos bancos sufrirán más que otros. Las diferencias más importantes surgirán de las distintas posiciones de partida entre las entidades, que se expresan, en el corto plazo, por la mayor o menor solidez patrimonial con la que amortiguar las

consecuencias más agudas del inicio del proceso; y a más largo plazo, por la capacidad de cada entidad para generar aumentos del volumen de las comisiones por servicios financieros y una contención de los gastos de explotación unitarios. Ambos aspectos remiten, en última instancia, a la capacidad de explotar eficientemente tecnologías que exigen períodos de maduración razonablemente largos.

Posiblemente, entre los bancos que más sufrirán se encuentran los bancos pequeños y medianos que no cuenten con un nicho de mercado específico, dada su mayor dificultad para diluir los costes, necesariamente crecientes, de sus pasivos y su menor capacidad de maniobra.

A esta última categoría pertenecen los bancos extranjeros. Las altas remuneraciones —y, en general, el estrechamiento de los márgenes de la banca española— se constituyen, de hecho, como una barrera de entrada adicional, al exigirles una mayor base de negocio, para rentabilizar su operatoria, máxime en la fase inicial de su implantación, en la que los ingresos por servicios es difícil que alcancen gran cuantía.

4. Previsiones

La primera conclusión de estas reflexiones sobre la competencia que está viviendo el sistema financiero español es, justamente, que no existe ninguna conclusión. Todas son prematuras, y habrá que esperar a que la evolución de las cifras de los balances y cuentas de resultados de las distintas entidades arrojen nueva luz sobre el resultado del proceso. Lo que sigue son, pues, especulaciones plausibles que afectan más a las grandes líneas del proceso que a sus resultados específicos sobre los participantes.

En primer lugar, se desdibuja la perspectiva estratégica de los bancos pequeños y medianos universales, apresados en el proceso general de aumento de costes y descenso de márgenes, y carentes de margen de maniobra para instrumentar

políticas de reacción, salvo en el caso de aquéllos que disponen de un nicho de mercado específico. En particular, para los bancos de esta dimensión ligados a grupos bancarios, parece que la alternativa se planteará, cada vez más, en términos drásticos: venta o integración en el banco matriz.

En segundo lugar, se abren nuevas barreras de entrada a la actividad de banca al por menor en España, lo que afectará muy especialmente a la banca extranjera que no disponga ya de una red de sucursales en nuestro país.

En lo que respecta a la actividad comercial, la tendencia a la igualación de los costes de diferentes formas de captación del pasivo conducirá, razonablemente, a replanteamientos de la política al respecto y, en particular, a una nueva concepción del papel de las oficinas, menos centrado en la captación de pasivo barato y más en su utilización como vehículo de comercialización de productos y servicios. Un papel, pues, más ligado al activo del balance que a su pasivo, con implicaciones sobre el carácter, el número y la dimensión de las sucursales.

Finalmente, en mi opinión, si el proceso competitivo que vive hoy el sistema bancario continúa durante un cierto tiempo con su nivel de intensidad

actual, se convertirá en una palanca crucial de cambio en la configuración del sector, que bien podría afectar a su propia estructura.

V. CONCLUSIONES

Confío en que este recorrido haya servido para presentar algunos de los aspectos estratégicos que enfrentan las entidades bancarias españolas en la perspectiva del mercado financiero europeo. El resumen sería la presentación de un escenario con mayores incertidumbres, provocadas unas por la evolución acelerada del entorno cultural y político en que ha de producirse el avance hacia el mercado único y otras por la turbulencia del proceso competitivo interno; pero también con mayores certidumbres, como consecuencia del abandono de las perspectivas más irreflexivamente globalizadoras y del mayor realismo en la percepción de las peculiaridades nacionales en el campo de la banca al por menor, con sus consiguientes implicaciones de gestión. En todo caso, un marco general con referencia al cual cada entidad ha de definir su actuación y sus decisiones; de ellas, al fin y al cabo, depende su futuro.

CREACION DE VALOR PARA EL ACCIONISTA Y POLITICAS DE DIVIDENDOS

Juan BENGOCHEA y Jesús PIZARRO (*)

1. HACIA UN NUEVO ENFOQUE DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL

La creciente transparencia y el desarrollo en general de los mercados de valores, durante estos últimos años, están haciendo que los accionistas de las empresas analicen cada vez más la buena gestión de éstas desde el punto de vista del valor que generan. La trascendencia y el cambio de mentalidad que este fenómeno puede producir en los años venideros, a medida que la cultura financiera del inversor vaya aumentando, son de una radical importancia, tal vez no puesta aún suficientemente de manifiesto. Por ello, a continuación vamos a reflexionar brevemente sobre algunas de estas cuestiones, y a tratar de ver si, de acuerdo con esta perspectiva, el sector bancario está satisfaciendo las expectativas de los accionistas.

Así, las preguntas que se harán éstos serán: ¿mi inversión de riesgo está rindiendo por encima del coste de capital? y, en todo caso, ¿estoy recibiendo todo lo que debo? es más, esta inversión ¿genera rendimientos superiores (coste de oportunidad) a las realizadas en otras entidades del mismo sector, o en otros sectores?

Si la contestación a estas tres preguntas es positiva, entonces podemos afirmar que la empresa está siendo gestionada correctamente; en caso contrario, o ésta no es viable o las decisiones de los gestores divergen de los intereses de sus accionistas. Es lo que se ha dado en llamar, en la teoría financiera, el «conflicto de agencia».

2. LA RETRIBUCION AL ACCIONISTA. EL COSTE DE CAPITAL

Por lo que respecta a la primera pregunta que nos hacíamos en el anterior apartado, cada vez va

a resultar de más importancia la obtención de un ROE (*return on equity*), o beneficios sobre fondos propios, superior al menos al coste de capital. Si observamos el gráfico 1, vemos cómo la banca anglosajona no fue capaz de ofrecer, de acuerdo con este baremo, una remuneración suficiente en 1989, mientras que la española sí lo hizo (1).

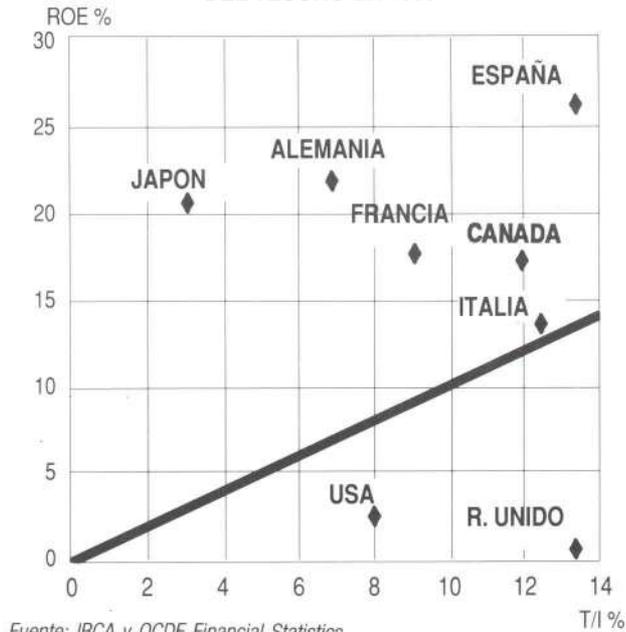
Sin embargo, como ya dijimos, es de esperar que las demandas del accionista vayan más allá y exijan que el ROE supere el coste de capital en cada una de las líneas de negocio, pues, en caso contrario, considerará que se produce una subsidiación entre áreas, que es tanto como decir que se está destruyendo valor en su propiedad de riesgo. Desde este punto de vista, si un negocio no produce reiteradamente los rendimientos suficientes, debería ser vendido o suprimido, cosa que, por otra parte, están haciendo en estos momentos muchas entidades financieras norteamericanas.

Esta orientación está comenzando a modificar ya radicalmente la concepción de la planificación contable de los bancos. Estos están tratando, por todos los medios, de conseguir asignar a cada línea de negocio los ingresos y los costes correspondientes. No obstante, la presumible existencia de sinergias o, en muchos casos, la producción compartida (administración central), que en la banca alcanza al 80 por 100 de los costes, hacen sumamente complicado deslindar analíticamente unos procesos productivos de otros.

En todo caso, vemos cómo el coste de capital de sus fondos propios es la gran variable que cualquier banco debe tener presente a la hora de decidir nuevas inversiones y diseñar su estrategia de diversificación. Sólo si las inversiones realizadas por la entidad crean valor para los accionistas —es decir, superan el coste de capital más una prima de riesgo—, éstos van a aceptar que una parte o la totalidad de los beneficios se dediquen a reser-

Gráfico 1

ROE DE GRANDES BANCOS Y T/I DE LETRAS DEL TESORO EN 1989



Fuente: IBCA y OCDE Financial Statistics

vas. En caso contrario, exigirán que la mayor parte de las ganancias se dediquen a dividendos, y el *pay-out* será entonces más elevado.

3. EL PER. UNA APROXIMACION AL COSTE DEL CAPITAL PROPIO

Una aproximación a la valoración que el mercado está haciendo de los distintos sistemas bancarios se deriva del análisis de sus respectivos PER. Dado que, en definitiva, este *ratio* está midiendo el nivel de beneficios que los accionistas están exigiendo a un banco para una cotización determinada, resulta evidente que el mismo vuelve a convertirse en un nuevo baremo que nos indica el coste de capital de cada entidad en concreto. Así, cuanto menor es el PER, mayor es el coste de capital exigido por ese mercado, y viceversa. Consecuentemente, el PER es, igualmente, un indicativo del riesgo que asigna el mercado a un banco. En principio, a menor PER, mayor riesgo, y a la inversa.

En efecto, el gráfico 2 corrobora de alguna manera los conocimientos —que todos tenemos por la prensa— de la situación en que se encuentran los distintos sistemas bancarios. En él destaca el bajísimo PER de las entidades de Estados Unidos

(y más si se compara con el PER general de su Bolsa), lo que nos está diciendo muy claramente cómo la crisis por la que atraviesan las instituciones de aquel país ha sido perfectamente interiorizada por los inversores, que, por lo tanto, están exigiendo elevadas retribuciones vía dividendos (véase gráfico 3). Asimismo, podemos constatar el desorbitado PER de las entidades niponas, que nos indica cómo, hasta ahora, el coste de financiación exigido por los tomadores en su mercado de capitales había venido siendo mucho menor que el del resto de sus competidores, lo que, en gran medida, explica la facilidad de su rápida expansión durante la década de los ochenta (2).

4. EL RATIO Q. UNA APROXIMACION A LA CREACION DE VALOR PARA EL ACCIONISTA

Una de las maneras más utilizadas para medir si una empresa está creando valor para sus accionistas o destruyéndolo, se deriva del análisis del llamado «*ratio Q*» o coeficiente resultante de dividir el valor de mercado (capitalización bursátil) entre el valor contable de la entidad (valor en libros) (3). En principio, si éste es mayor que uno, se estará creando valor. Si es menor, se estará destruyendo. En el gráfico 4 podemos apreciar cómo los bancos franceses y los anglosajones tenían, en 1990, unos *ratios* menores que uno, mientras que los demás países, entre ellos España, poseían *ratios* mayores que uno. Desde este punto de vista, podemos afirmar que en estos momentos los accionistas españoles consideran que los bancos nacionales están generando valor.

Pero, como ya hemos adelantado antes, esto no basta, pues el inversor irá más allá, y se va a preguntar si no obtendría una mejor remuneración colocando sus ahorros en otra inversión alternativa (coste de oportunidad). En este sentido, el gráfico 5 es sumamente ilustrativo. En él se nos muestra el diferencial existente entre el *ratio Q* del índice general bursátil de varios países y el del sector bancario de esos mismos países. Apreciamos cómo sólo los accionistas italianos, japoneses y españoles consideran que el rendimiento de sus inversiones bancarias, además de ser superior al coste de capital requerido al mercado, es igualmente superior al ofrecido globalmente por el resto de los sectores económicos. Aunque en estos momentos destaca positivamente Japón, es de esperar que en el futuro su coeficiente empeore a medida que sus entidades vayan reduciendo el apalancamiento positivo de su balance para cumplir

Gráfico 2
PER GRANDES BANCOS
1990

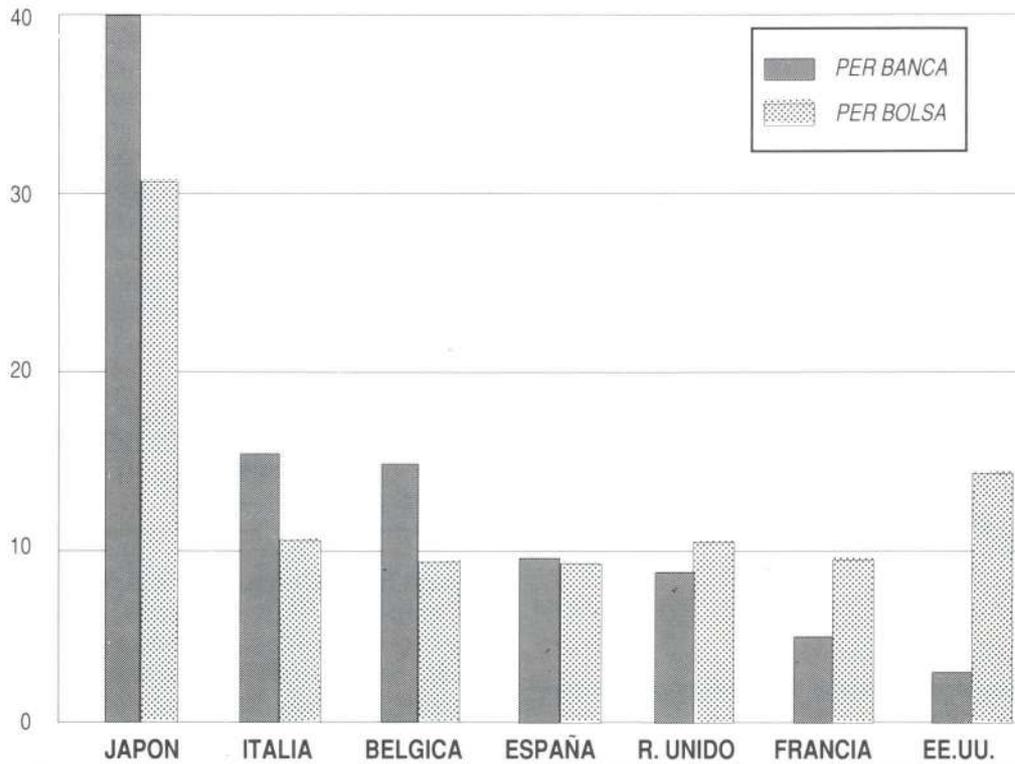


Gráfico 3
RENTABILIDAD DIVIDENDOS
1990

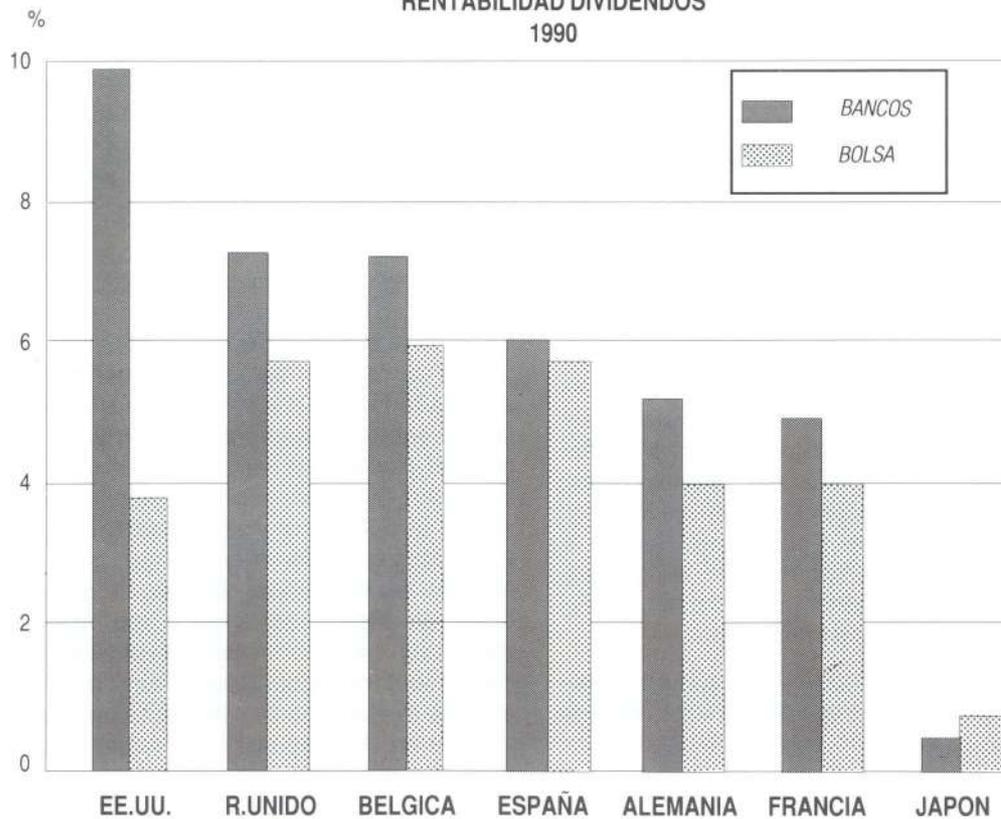


Gráfico 4

"RATIO Q" GRANDES BANCOS
1990

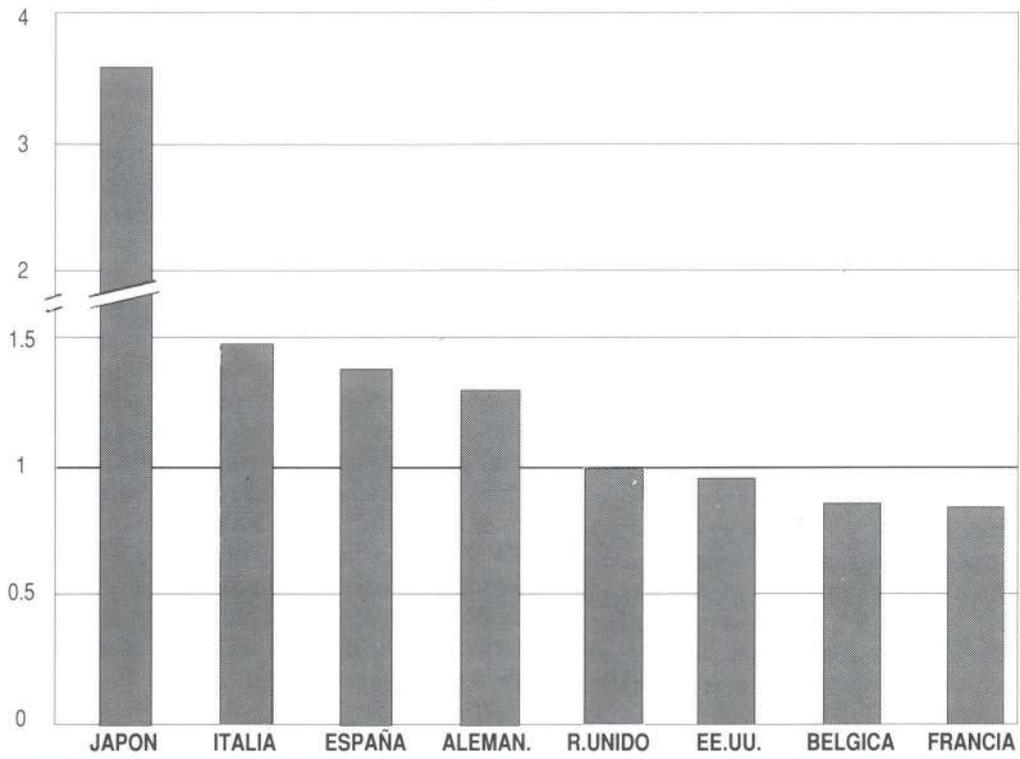
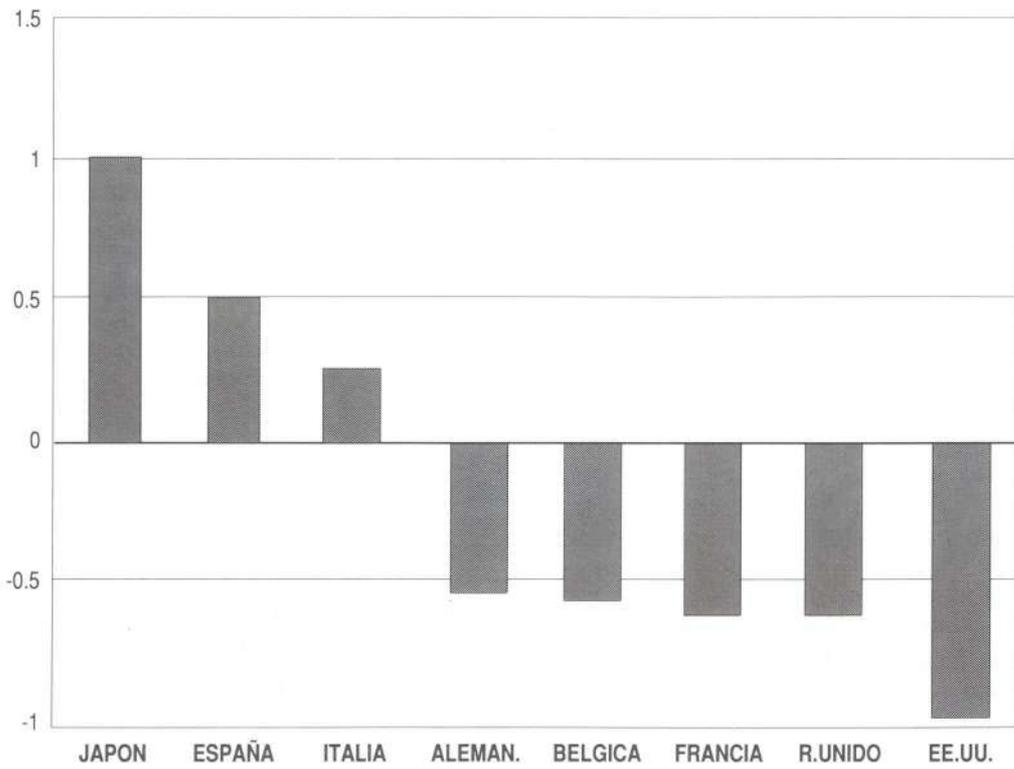


Gráfico 5

DIFERENCIAL "RATIO Q" BANCARIO
SOBRE "RATIO Q" BURSATIL. 1990



con el *ratio* Cooke, y si se produce el tan temido y esperado aumento de fallidos del sector inmobiliario. Apreciamos igualmente la mala evaluación que están haciendo los inversores anglosajones de sus respectivos sistemas bancarios.

5. PELIGROS QUE SE DERIVAN DE UN RECORTE DE DIVIDENDOS

Con todo lo visto, la cuestión de reducir o no los dividendos es compleja. La evidencia empírica demuestra que, en todo caso, hay que tener presente que la adopción de esta medida tiene repercusiones desfavorables que escapan a consideraciones meramente contables, y que es preciso valorar detenidamente.

Así, muchos analistas norteamericanos consideran que la reducción de los dividendos, exigida recientemente por las autoridades federales a las entidades con bajo nivel de fondos propios, es una forma altamente ineficiente de aumentar los recursos propios. Además de la mentalidad del inversor de ese país, que valora sobremanera la rentabilidad recibida vía dividendos, los directivos bancarios aducen que, a la larga, ello puede derivar en detrimento del *ratio* de solvencia que se pretende reforzar, pues automáticamente desaparecen, en gran medida, las posibilidades del banco de realizar nuevas emisiones de acciones. En otras latitudes, algunos bancos están tratando de superar esta contradicción ofreciendo a sus accionistas la posibilidad de reinvertir los dividendos en acciones del propio banco a un precio suficientemente ventajoso. En todo caso, los gestores americanos se lamentan de que mientras en Europa el nivel de fondos propios ha venido siendo tradicionalmente una magnitud muy considerada a la hora de establecer la cotización de una acción, en los Estados Unidos esto no ocurre aún así.

Sin embargo, esto no es estrictamente cierto, pues como podemos comprobar en el gráfico 6, otros países —como Alemania, Bélgica o Gran Bretaña— demandan igualmente unos niveles de *pay-out* elevados. No obstante, este gráfico, con ser representativo, oculta grandes oscilaciones en la evolución de los *pay-out* repartidos por los tres grandes bancos americanos de la muestra durante el período analizado; éstos oscilan desde un 17 por 100 hasta un 359 por 100, habiendo incluso años en los que, a pesar de tener pérdidas, repartieron dividendos. Y otro tanto podemos decir de los bancos británicos.

De hecho, estas oscilaciones del *pay-out* se de-

ben más a una variación de los beneficios (denominador del *ratio*), que a las alteraciones en el nivel de los dividendos repartidos. Así estos últimos tienden, en todo momento, a crecer de forma regular. A este respecto, el gráfico 7 resulta ilustrativo de cómo las entidades hacen todo lo posible por mantener un aumento de los dividendos, independiente, en gran medida, de los resultados obtenidos. Vemos así cómo todos los bancos de la muestra los han aumentado, incluidos aquellos —como los belgas, japoneses o británicos— cuyos beneficios se han reducido, o los estadounidenses, en los que incluso se han producido pérdidas. Vemos, igualmente, que los bancos franceses, italianos o alemanes que han obtenido buenos resultados aumentan sus dividendos, pero, en este caso, en una menor proporción que los beneficios. Todo ello nos está diciendo que si bien el nivel de dividendos es función de los beneficios, lo es considerando éstos en el largo plazo. Así, las entidades se esforzarán, por todos los medios, en establecer una previsión de remuneración constante a los accionistas, tratando de nivelar en el tiempo las posibles curvas expansivas y depresivas que puedan producirse en la vida de un banco.

Los accionistas quieren que los gestores gestionen sus empresas con la vista puesta en el largo plazo. Por eso, muchas empresas que han recortado los dividendos por motivos coyunturales luego se han arrepentido de ello. No hay que olvidar que el dividendo transmite al mercado un componente muy fuerte de información acerca de la evolución, esperada en el futuro por los gestores, de su entidad. En este sentido, un descenso de los dividendos mal explicado puede introducir tal desconfianza que, posteriormente, los accionistas no reaccionen como se esperaba ante una mejora de los resultados, con las oportunidades, de todos conocidas, que ello conlleva para los «tiburones bursátiles». Por tanto, la gran cuestión es saber si los malos resultados de un ejercicio responden a un efecto coyuntural o son, por el contrario, el inicio de una serie larga de problemas.

Otro factor que afecta poderosamente al esfuerzo de las entidades financieras por mantener y aumentar el nivel de dividendos es la presión que sobre ellos ejercen los inversores institucionales. En los Estados Unidos, éstos se están convirtiendo en un grupo de presión que exige imperiosamente su rentabilidad trimestral de los bancos en los que han invertido sus fondos, con el fin de poder presentar a sus partícipes los rendimientos esperados. Una retirada generalizada de estas sociedades del capital de un banco, ante las perspectivas de reducción de dividendos, podría ocasionar a la

Gráfico 6

NIVEL DE PAY-OUT DE GRANDES BANCOS
(Media del periodo 1985/1989)

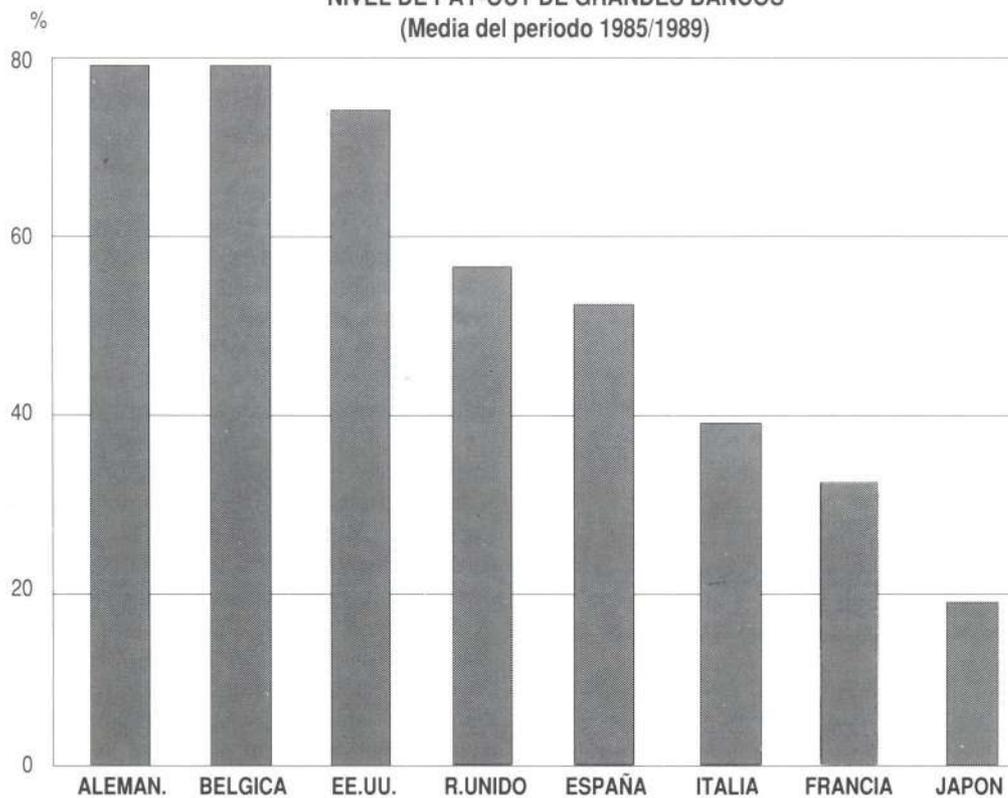
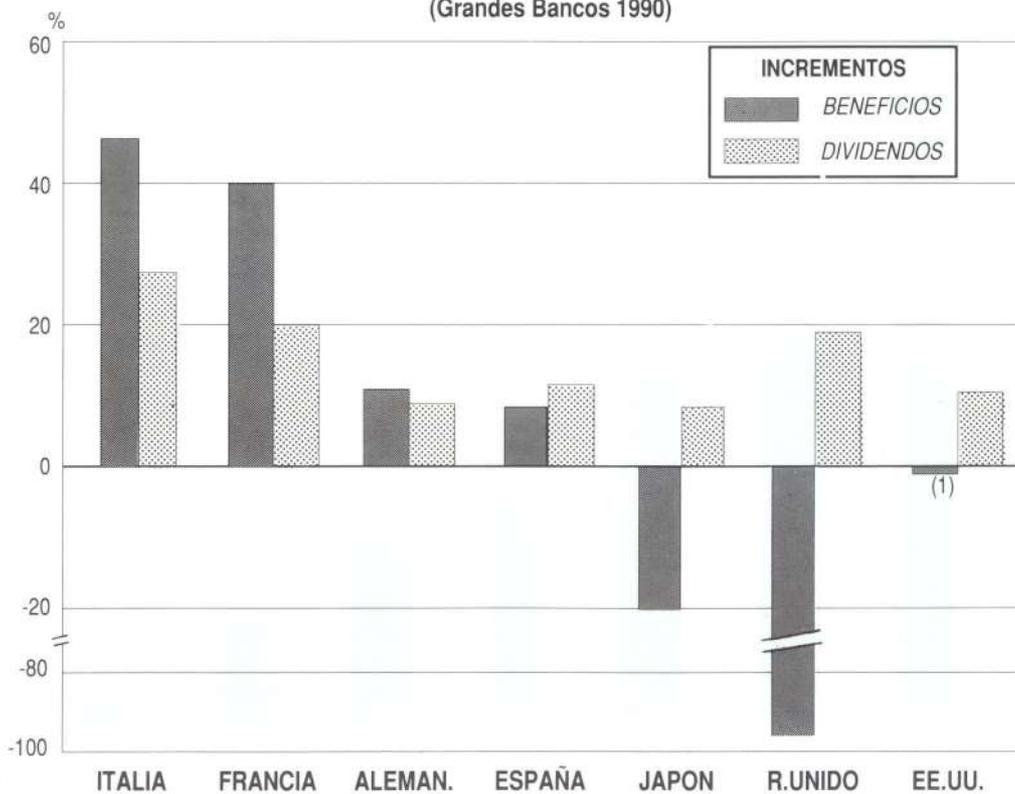


Gráfico 7

CRECIMIENTO BENEFICIO Y DIVIDENDOS
(Grandes Bancos 1990)



(1) Pérdidas

entidad en cuestión serios problemas. Para fortalecer su nivel de fondos propios y adecuarlos al *ratio* Cooke, muchos bancos norteamericanos han suscritos convenios con estos inversores institucionales. Si ahora se ven obligados a reducirles el dividendo, la única contrapartida con que podrían retener su marcha sería involucrándoles en la gestión de la empresa. Una manera de evitar, al menos parcialmente, los riesgos de toma de control por parte de estos inversores puede ser la de venderles alguna modalidad de acciones sin derechos políticos (determinadas clases de *preferred stock* u otras similares). El inconveniente es que muchas de ellas no computan en el Tier 1, o capital de base del *ratio* Cooke, que es del que tan necesitadas están muchas entidades, sino en el Tier 2, o cuasi fondos propios.

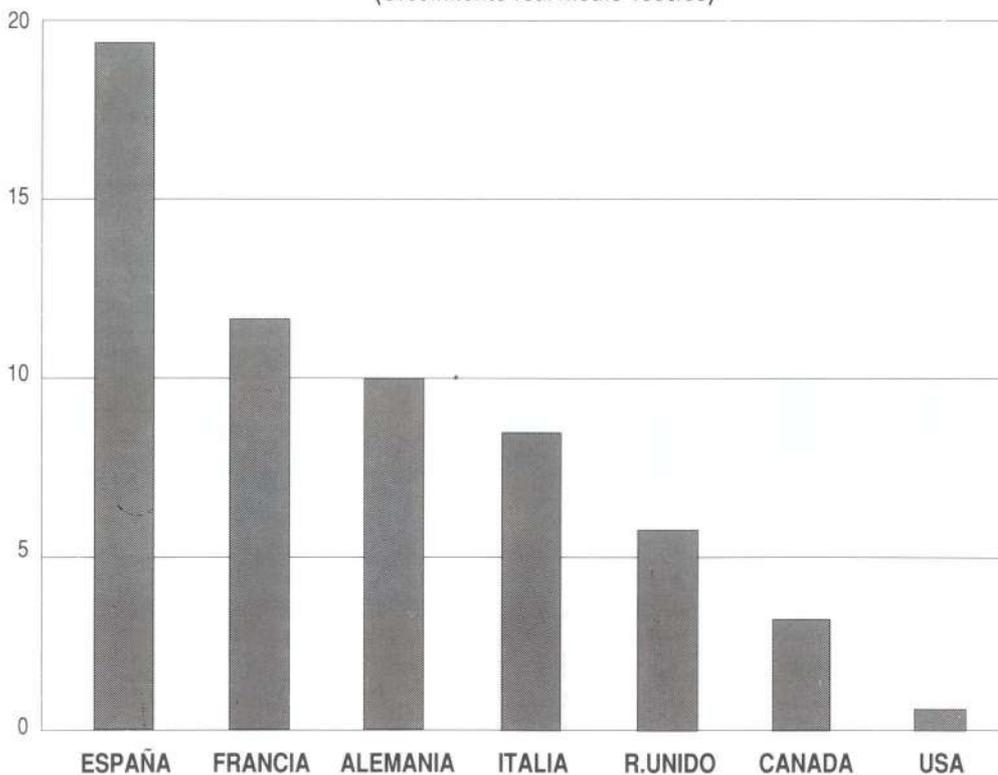
6. ALGUNAS CONSIDERACIONES PARA EL CASO ESPAÑOL

Aunque los procesos descritos no se han desarrollado aún plenamente en España, no es aventurado pensar que en el futuro lo hagan y adquieran

también en nuestro país una mayor importancia. Hasta ahora, el accionista hispano, sobre todo en estos últimos años, ha tendido a fijarse más en la retribución vía plusvalía. Distintos factores, entre los cuales una mentalidad más orientada hacia la especulación o el tratamiento fiscal no son los menos importantes, han venido influyendo en esta situación. En efecto, respecto a este último, a pesar de la punitiva legislación española, que no diferenciaba entre las plusvalías obtenidas a largo plazo y a corto (especulativas y no especulativas), la posibilidad de afectarlas al número de años que han transcurrido para su obtención y la aplicación del coeficiente corrector han determinado hasta ahora un tratamiento tributario más benévolo que el de los dividendos que, considerados como un rendimiento más, tributan al tipo general de IRPF. A este respecto, habrá que estar igualmente atentos a la próxima reforma fiscal, por si llega a introducir diferentes tratamientos en el impuesto de sociedades para los beneficios reinvertidos y los repartidos, como solicitan algunos agentes sociales, lo que podría llegar a afectar a la opción de la política de dividendos, máxime si se tiene en cuenta que las plusvalías a largo plazo pueden sufrir igualmente una discriminación positiva.

Gráfico 8

FONDOS PROPIOS DE GRANDES BANCOS (Crecimiento real medio 1986/89)



Fuente: IBCA

Esto no quiere decir forzosamente que en los próximos años vayamos a asistir a un descenso del *pay-out*. Otra serie de factores podían alentar efectos contrarios. Porque, como ya hemos visto, los accionistas van a ser cada vez más críticos a la hora de permitir que los beneficios se dediquen a reservas. Además, la creciente colocación de importantes paquetes de acciones en los principales mercados exteriores hace que la cotización en aquellos mercados sea más sensible a los anuncios de dividendos, de tal manera que, en cuanto se detecta una divergencia importante entre la cotización nacional y la internacional, se producen arbitrajes, dando lugar al conocido efecto de *flow-back* (vuelta a casa de las acciones colocadas en el exterior). Así pues, ya no sólo hay que colmar las expectativas del inversor nacional, sino también las del extranjero y, como ya hemos visto, éste posee en muchos casos una mentalidad más volcada hacia el dividendo. Por eso, un descenso de los dividendos podría hipotecar notablemente los planes de nuevas colocaciones de capital en el exterior.

Resulta, pues, evidente la conveniencia de la existencia de un núcleo consistente de accionariado estable que permita gestionar una sociedad con libertad a lo largo de los períodos de recesión. El problema reside en conseguir esto en un mundo cada vez más volcado hacia la rentabilidad a corto. De todas formas, las presiones que en estos momentos sufren numerosas entidades proviene, en muchas ocasiones, de su escaso nivel de capital y reservas, lo que les impide mantener una posición fuerte en el mercado y un alto poder de negociación con los inversores. A este respecto, en el gráfico 8 podemos ver cómo los bancos españoles han sabido aprovechar estos años de bonanza para fortalecer sus fondos propios, especialmente su capital fundamental (capital + reservas), mejor que las entidades de otros países. Ello les permite contar en estos momentos con un interesante colchón de recursos para encarar el futuro con más desahogo, y a cuya cuenta podrían incluso repartir dividendos si, llegado el caso, fuera necesario.

Hemos visto, pues, hasta ahora, algunas ideas que nos indican cómo la política de dividendos pasará a ser una de las decisiones más meditadas y comprometidas del ejercicio de una sociedad. En España, la cultura financiera del inversor está aumentando rápidamente. Presumiblemente, éste sólo va a permanecer en una empresa si le retribuye convenientemente el riesgo de su inversión, y sólo permitirá la autofinanciación si ello redundará en una rentabilidad financiero-fiscal superior al coste del capital. Los bancos deben ser conscientes de esta creciente orientación hacia una mayor disciplina de mercado, en la que el accionista les exigirá los mismos rendimientos, al menos, que al resto de las empresas. En este sentido, no parece aventurado pensar que si no los obtiene dirigirá sus ahorros hacia otros sectores.

NOTAS

(*) Los gráficos del trabajo en los que no figura la fuente se han realizado en base a la evolución de los tres mayores bancos privados de cada país, de acuerdo con los datos extraídos de Morgan Stanley.

(1) En puridad, hubiera sido más representativo analizar la evolución del ROE durante un período de tiempo más extenso, pues por su propia naturaleza la inversión en capital de riesgo debe considerarse en el largo plazo. Sin embargo, el gráfico no deja de ser indicativo de los problemas que algunos bancos están teniendo para retribuir convenientemente a sus accionistas en un momento en el que, además, la creciente tendencia a considerar la rentabilidad más a corto plazo está ejerciendo una presión muy fuerte sobre las políticas de dividendos de las entidades.

(2) Como podemos apreciar en el gráfico 2, en el elevado PER japonés existe un fuerte componente estructural, influyendo igualmente sobre él (gráfico 3) la querencia de los inversores de materializar sus beneficios vía plusvalía. Si la rentabilidad bancaria descendiera en los próximos años, fruto del necesario aumento de capital en el marco de la normativa Cooke, es muy posible que el mercado comenzara a demandar un PER más bajo.

(3) La filosofía de este *ratio* reside en que la cotización refleja las expectativas de dividendo que una empresa tiene en el tiempo. Por supuesto, además del dividendo, el mercado puede estar descontando la existencia del valor liquidativo de plusvalías ocultas. Aunque aquí no han sido tenidas en cuenta dada su difícil evaluación, consideramos que el valor del *ratio* continúa siendo suficientemente representativo.

ANÁLISIS Y PERSPECTIVAS DE LA SITUACION BURSÁTIL

Juan Ignacio ACHA-ORBEA

En este artículo se presentan la evolución reciente y las perspectivas del mercado bursátil durante el próximo año. Para ello se presta especial atención a la posición y evolución de la bolsa española en el contexto internacional, y a la inversión extranjera en España como indicador de cuál puede ser la actuación de los distintos inversores en el medio plazo.

1. TAMAÑO DE MERCADO

En primer lugar, conviene establecer la dimensión de la Bolsa española dentro de las bolsas mundiales. La Bolsa española representa el 1,2 por 100 de la capitalización bursátil mundial, cifra que es inferior a las de otras bolsas europeas como las de París (3,3 por 100) y Francfort (3,6 por 100) y está muy por debajo de las de Londres (10,6 por 100) y Estados Unidos (36,2 por 100).

Si comparamos la capitalización bursátil como porcentaje del PNB (gráfico 1), la Bolsa española se encuentra en línea con bolsas como la alemana o la francesa, y muy por debajo de las del Reino Unido y de Tokio.

En cuanto al volumen del mercado de valores español (cuadro núm. 1), se puede observar que el número de empresas en Bolsa aumentó de una forma significativa en los últimos años, debido a la incorporación de S. I. M. al mercado por motivos fundamentalmente fiscales. La capitalización bursátil se ha incrementado, básicamente, por la incorporación de valores extranjeros, y, asimismo, por la subida del índice general.

En definitiva, la dimensión de la Bolsa española es reducida en el contexto internacional. Adicionalmente, es relevante la ausencia de algunos sectores representativos, como pueden ser turismo, transporte y servicios.

2. COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES

Veamos la evolución de las principales bolsas internacionales. En el gráfico 2 se refleja la evolución porcentual de los índices en los períodos que van de enero a abril de 1991, y de agosto de 1990 a abril de 1991.

Como podemos observar, desde el 1 de agosto de 1990 únicamente la Bolsa inglesa y Wall Street han tenido un comportamiento positivo. El comportamiento más negativo ha correspondido a Alemania y Japón, por una serie de causas específicas que son suficientemente conocidas.

La Bolsa española, que tuvo un comportamiento muy negativo durante la crisis del Golfo, básicamente por la falta de liquidez de nuestro mercado, ha subido más de un 25 por 100 durante este año, lo cual supone la mayor revalorización entre las principales bolsas.

En los gráficos 7 y 8 hemos elaborado en base 100 el comportamiento de los diferentes mercados desde el 1 de agosto de 1990. Es importante destacar la similitud de los movimientos bursátiles de los diferentes mercados y la gran interconexión que existe entre ellos.

En los cuadros núms. 2 y 3 presentamos una serie de *ratios* que consideramos básicos para establecer unas comparaciones desde un punto de vista fundamental entre los distintos mercados bursátiles.

El análisis de estos indicadores sitúa a la Bolsa española en condiciones favorables claras de valoración con respecto a otras bolsas. Sin embargo, esta afirmación habría que matizarla, por un lado, por la composición del índice general, que sobrepondera bancos, eléctricas y Telefónica, y por otro, por los elevados tipos de interés actuales en Espa-

CUADRO NUM. 1
VOLUMEN DEL MERCADO DE VALORES

Año	Empresas	Capitalización bursátil	Contratación (miles de millones de pesetas)	Porcentaje sobre capitalización bursátil
1984	375	2.294	286	12,5
1985	334	3.007	493	16,4
1986	312	6.477	1.757	27,1
1987	328	7.749	3.696	47,7
1988	367	10.313	2.417	23,4
1989	417	13.401	3.817	28,4
1990	428	11.744 (1)	3.721	31,7
Marzo de 1991	426	14.214 (2)	1.022	—

(1) Incluye 0,944 billones correspondientes a valores extranjeros.
(2) Incluye 1,050 billones correspondientes a valores extranjeros.

CUADRO NUM. 2
COMPARACIONES INTERNACIONALES
(Precios a 2 de abril de 1991)

	P/E 1990	P/CF 1990	P/VC 1990	Renta div.	Crecimiento del beneficio por acción (1990-1991)
Estados Unidos	18,5	8,4	2,9	2,8	-1,4
Japón	42,9	15,5	3,0	0,8	2,3
Reino Unido	13,2	7,2	2,3	4,6	0
Francia	11,7	5,3	1,7	3,8	4,1
Alemania	12,0	2,9	1,3	2,8	0
Suiza	13,5	5,1	1,4	1,9	6,6
Italia	13,1	2,6	0,9	4,5	-15,1
España	11,1	5,2	1,1	4,2	9,1

Fuente: Goldman Sachs.

CUADRO NUM. 3
COMPARACIONES DE LA BOLSA ESPAÑOLA
CON LA MEDIA DE LA CEE Y CON LA MEDIA MUNDIAL

	España	Media CEE	Diferencia España-CEE	Media mundial	Diferencia España-Mundo
P/VC	1,16	1,65	-29,7	2,05	-43,4
P/CF	4,7	6,0	-21,7	7,90	-40,5
Per.	11,2	13,0	-13,8	18,2	-38,5
Yield (%)	4,4	4,1	7,3	2,7	62,9

Fuente: Morgan Stanley (marzo de 1991).

ña. Estos dos matices pueden provocar que los ratios puedan parecer mejores.

Con todo, aun teniendo en cuenta estas matizaciones, consideramos que la Bolsa española, en general, se encuentra en situación ventajosa, en cuanto a su valoración, comparándola con otras bolsas internacionales.

Un punto muy importante a destacar es la perspectiva del crecimiento del beneficio por acción (BPA) en el período 1990-1991. En este apartado, podemos observar que el crecimiento es prácticamente nulo para la mayoría de los mercados representados y, sin embargo, el crecimiento del BPA para la Bolsa española es del 9,1 por 100.

No obstante, conviene analizar cómo se encuentran los mercados anteriormente citados desde una perspectiva histórica. Para ello, hemos establecido una comparación entre los distintos mercados en base a P/E y P/CF, tomando como referencia dos períodos claramente diferenciados (1979-1983 y 1984-1988) y el actual. Estos períodos coinciden con situaciones económicas totalmente distintas. Sin pretender extendernos en este apartado, y teniendo asimismo en cuenta las cifras de inflación y tipos de interés de los períodos citados, llegamos a la conclusión de que los mercados bursátiles en general están caros desde un punto de vista fundamental examinados con una perspectiva histórica.

Sin embargo, si hacemos referencia al mercado líder (Wall Street), estamos viendo cómo el índice Dow Jones se acerca al 3.000, y cómo continuamente se hace referencia a un comportamiento de este mercado. En definitiva, la cuestión planteada sería: ¿por qué pueden subir las bolsas mundiales?

3. PERSPECTIVAS DE EVOLUCION DE LAS BOLSAS MUNDIALES

Entre los factores positivos, podemos destacar un previsible descenso de la inflación durante lo que queda de 1991 y durante el año 1992. Este descenso de la inflación, unido a la situación receptiva de las economías mundiales, está conduciendo a una importante baja de los tipos de interés. Asimismo, es importante mencionar que las bolsas en general valoran de forma más inmediata descensos en los índices de inflación que el crecimiento económico.

Otro factor que actuará de forma positiva es la opinión más o menos extendida sobre la evolución de las economías, que pueden estar ya tocando fondo, siendo posible que en el año 1992 veamos crecimientos importantes del BPA en países como Estados Unidos, Reino Unido y algunos europeos.

Entre los factores negativos, no nos podemos olvidar de la incertidumbre política en la URSS, de una posible subida de los tipos de interés a corto plazo por un repunte de la inflación en Alemania y, finalmente, de unos resultados empresariales peores incluso de lo previsto.

En definitiva, podemos concluir que, desde un punto de vista bursátil, estamos en una situación realmente decisiva y, en caso de confirmarse los factores positivos anteriores, incluso nos podríamos encontrar ante un nuevo ciclo bursátil alcista para los próximos años.

4. INVERSION EXTRANJERA EN ESPAÑA

En el cuadro núm. 4 se aprecia la gran influencia que tiene la inversión extranjera sobre la contratación en la Bolsa de Madrid. En el año 1990, la contratación extranjera supone el 14 por 100 sobre el volumen total de negocio bursátil. En cuanto al saldo anual neto, es decir, compras-ventas del período, observamos que las compras netas en 1990 fueron de 147.000 millones. Esta cifra es muy relevante y supone uno de los años cruciales de inversión extranjera en España.

Aunque la Bolsa de Madrid ha dejado de elaborar estos datos en 1991, podemos afirmar que continúa la actividad de los inversores extranjeros en la Bolsa y que el saldo es claramente positivo, aunque resulta difícil poder hacer una estimación.

Resulta conveniente confirmar en qué sectores se ha concentrado principalmente dicha actividad. En el gráfico 3 vemos que el saldo neto se ha concentrado principalmente en el sector eléctrico y en la construcción, siendo igualmente positiva la inversión en el resto de los sectores.

Asimismo, en el gráfico 4 se puede ver la evolución de la distribución mensual de la inversión extranjera, que se concentró principalmente en los meses de junio y julio, previos a la crisis del Golfo. A partir de agosto, podemos observar en el gráfico que la inversión extranjera se mantuvo estable y, por lo tanto, no desinvertieron.

En el gráfico 5 se especifican los países de procedencia de la inversión extranjera. La CEE (72 por 100) supone la zona geográfica de mayor influencia, y dentro de ésta, el Reino Unido (63 por 100); esta concentración se debe fundamentalmente a motivos fiscales y a que Londres se configura como un gran centro de decisión de carteras institucionales europeas y mundiales.

Finalmente, no podemos olvidar la creciente importancia que va tomando la contratación de valo-

CUADRO NUM. 4
INVERSION EXTRANJERA EN LA BOLSA DE MADRID

Año	Contratación extranjera total (1)	Porcentaje sobre volumen total	Saldo neto anual (2)
1984	42	7	15
1985	126	12	53
1986	656	18	145
1987	1.947	24	64
1988	1.209	23	37
1989	1.327	16	244
1990	1.165	14	147

(1) Miles de millones de pesetas.

(2) Compras-Ventas.

CUADRO NUM. 5
DATOS ECONOMICOS EN 1990 Y PREVISIONES PARA 1991

	1990	1991		
		Gobierno	BBV	OCDE
Crecimiento PIB	3,7	3,0	3,1	2,7
Tasa de paro	16,3	15,8	16,0	16,0
Inflación	6,4	5,6	6,0	6,7
Déficit c/c (% PIB)	-3,5	-2,8	-3,1	-3,8

res españoles tanto en las bolsas extranjeras donde cotizan como a través de los Euromarkets (Cedel y Euroclear). En este sentido, están siendo cada vez más relevantes los volúmenes de contratación, que en muchos casos, provocados por oportunidades de arbitraje, se realizan en estas plazas y que para los valores más internacionales pueden igualar la contratación en el mercado doméstico.

5. COMPORTAMIENTO DEL INDICE GENERAL

En el gráfico 9 se puede apreciar el comportamiento del índice general de la Bolsa de Madrid durante el período 1986-1991.

Hay una serie de aspectos que conviene destacar en una primera lectura:

- *Volatilidad del índice.* El índice ha experimentado unos movimientos bruscos desde el año 1986 que no se corresponden de manera directa con las previsiones económicas en los distintos momentos.

- *La rentabilidad,* para un inversor estable, ha sido prácticamente nula durante los últimos años.

En cuanto a la revalorización por sectores, en el gráfico 6 se observa cómo el mejor comportamiento durante 1991 ha correspondido a los sectores siderúrgico y varios, que coinciden con los que más habían bajado durante la crisis del Golfo.

Si observamos la evolución en un período más amplio (agosto de 1990-abril de 1991), encontra-

mos que sólo dos sectores han tenido un comportamiento positivo: eléctricas y comunicaciones. Por el contrario, los sectores siderúrgico y varios han tenido un mal comportamiento bursátil.

6. PERSPECTIVAS

En cuanto a los datos económicos de 1990 y a las previsiones para 1991, recogidas en el cuadro núm. 5, hay que destacar los siguientes aspectos:

- Es previsible una mejora de las expectativas del crecimiento del PNB para la segunda parte del año 1991 y para 1992.

- Los últimos datos de inflación indican una probable mejora del índice de inflación con respecto al año 1990.

- Por último, hay un consenso general sobre una disminución del déficit por cuenta corriente, como porcentaje del PIB, que puede llegar a ser del 3,1 por 100 para 1991.

¿Cómo se encuentra actualmente la Bolsa de Madrid?

La Bolsa de Madrid ha consolidado su índice en torno al 280, y en nuestra opinión éste refleja una valoración con ligero descuento según:

- la inflación prevista del 6 por 100;
- el tipo de interés actual, y
- el incremento previsto de beneficio por acción, en torno al 8 por 100, para 1991.

CUADRO NUM. 6
MERCADOS DE VALORES
(Análisis de liquidez)

Peso relativo (porcentaje)	Inversores	1989	1990	1991 (estimación)
		23	Particulares	VV
15	Instituciones españolas	V	—	C
12	Inversiones internacionales	CCC	CC	CC
50	Accionistas estables	CC	—	CC
Total mercado primario (miles de millones de pesetas)		550	260	150-200

V: Vendedor; C: Comprador.

Además, hay otros factores, como son el buen comportamiento de Wall Street y otras bolsas europeas, que, junto con el incremento de la confianza en la Bolsa por parte de las instituciones españolas, afianza aún más la consolidación del 280.

Quizá convenga detenernos ahora en reflexionar sobre quiénes van a ser los compradores y vendedores durante el año 1991. Como se puede apreciar en el cuadro núm. 6, hemos distribuido el peso relativo de los inversores en cuatro categorías de inversión. Podemos hacer un desglose de lo incluido en cada apartado: por «accionista estable» entendemos el accionariado estable de una compañía, independientemente de que sea por control o no; por «instituciones españolas» nos referimos a fondos de inversión, fondos de pensiones, gestión de patrimonios, y otras entidades de inversión colectiva; por «particulares», aquellos inversores que actúan de forma individual, y por «inversor internacional», a los no residentes.

En definitiva, nuestra opinión es que la inversión se va a concentrar principalmente en los accionis-

tas estables e internacionales; y, como consecuencia de ello, la inversión institucional va a acudir al mercado y las ventas se van a seguir concentrando en los particulares. En nuestra opinión, los inversores particulares, con los movimientos bruscos de la Bolsa, han sido prácticamente expulsados de la inversión bursátil.

Otro aspecto que nos preocupa es la posible afluencia que pueda haber de emisiones de mercado primario (bonos convertibles, ampliaciones de capital, etc.), que pueden ralentizar los movimientos bursátiles.

¿Cuáles son las perspectivas a medio plazo?

Nuestra estimación es que el índice puede alcanzar el nivel 310-315 durante este año o los primeros meses del año 1992. Para ello, será necesario que se concreten, entre otros, los siguientes puntos:

- Control de inflación en torno al 5,9 por 100.
- Nueva reducción de tipos de interés.
- Sustancial mejora de los beneficios por acción después del segundo trimestre.

Gráfico 1

CAPITALIZACION BURSÁTIL
Porcentaje del PNB

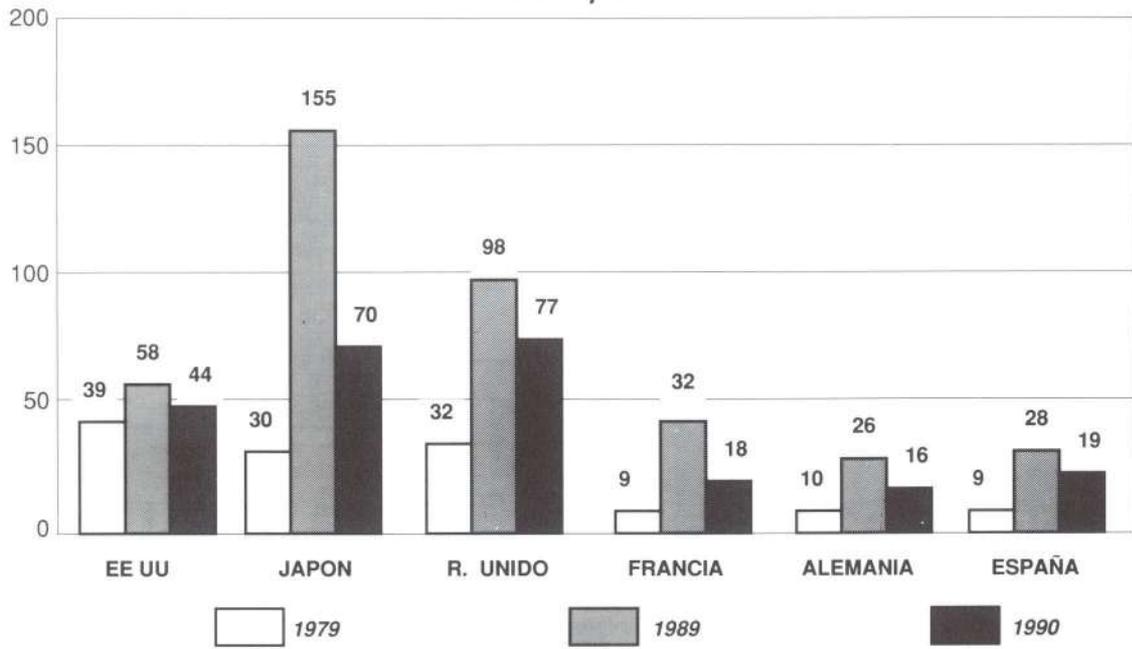


Gráfico 2

EVOLUCION BOLSAS INTERNACIONALES

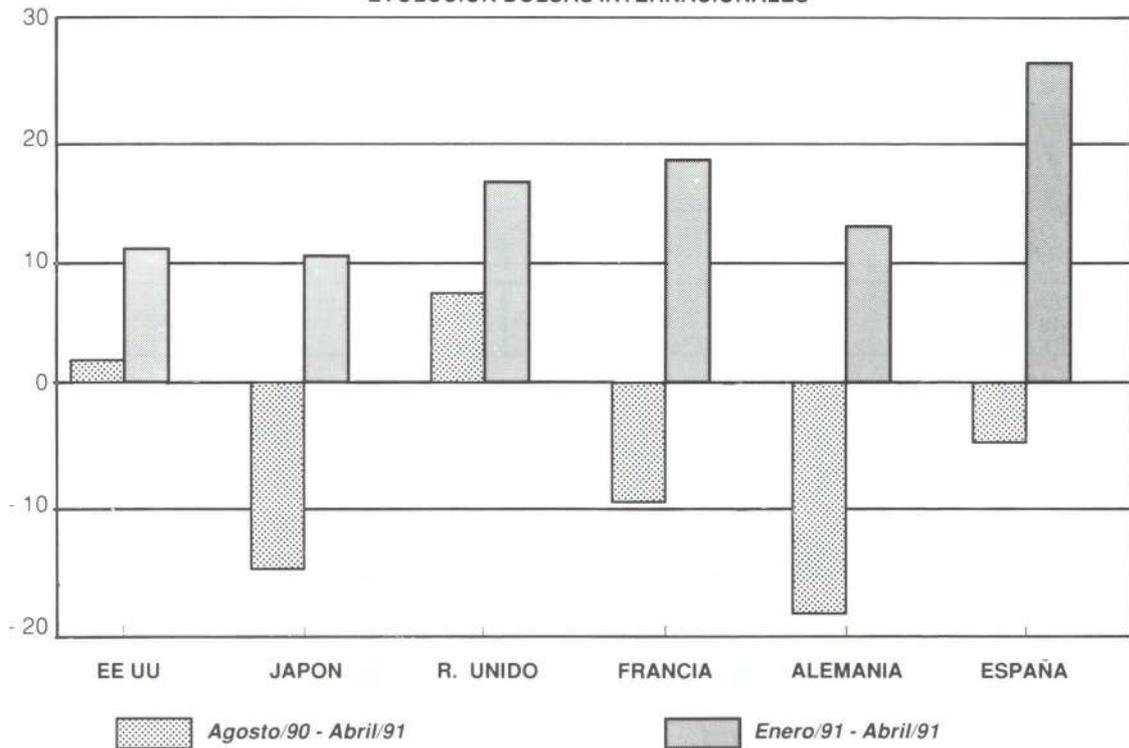


Gráfico 3

CONTRATACION DE EXTRANJEROS POR SECTORES
(Pesetas efectivas de 1990)

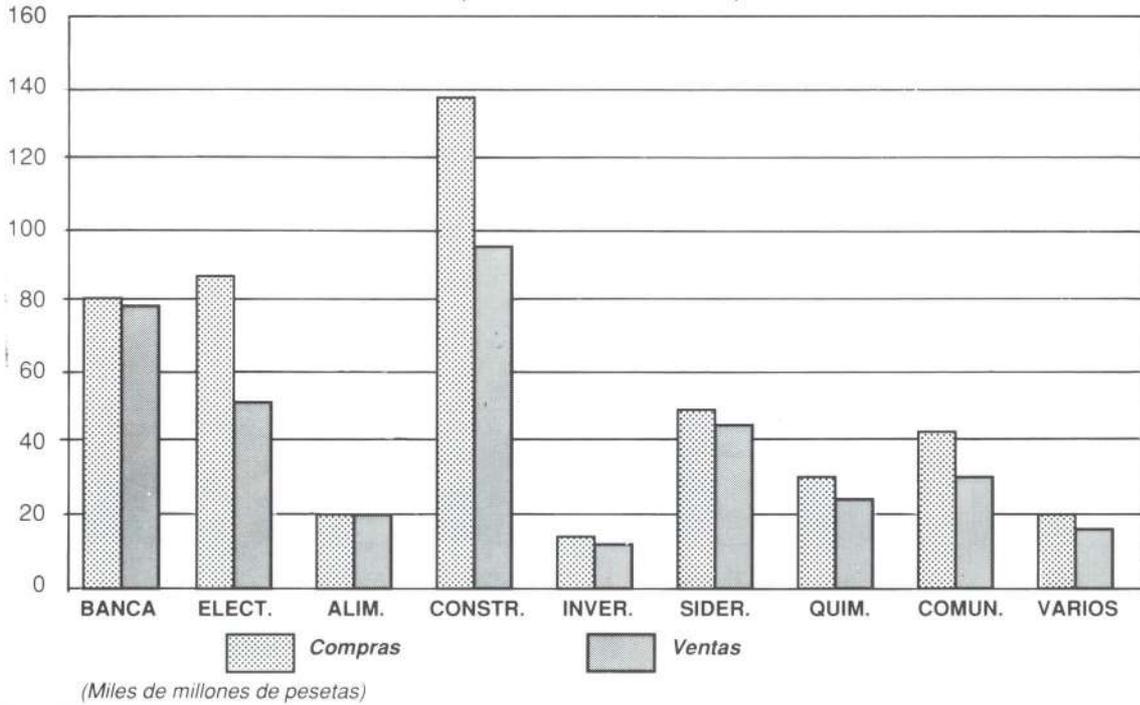


Gráfico 4

DISTRIBUCION MENSUAL 1990
Inversión extranjera (R. Variable)

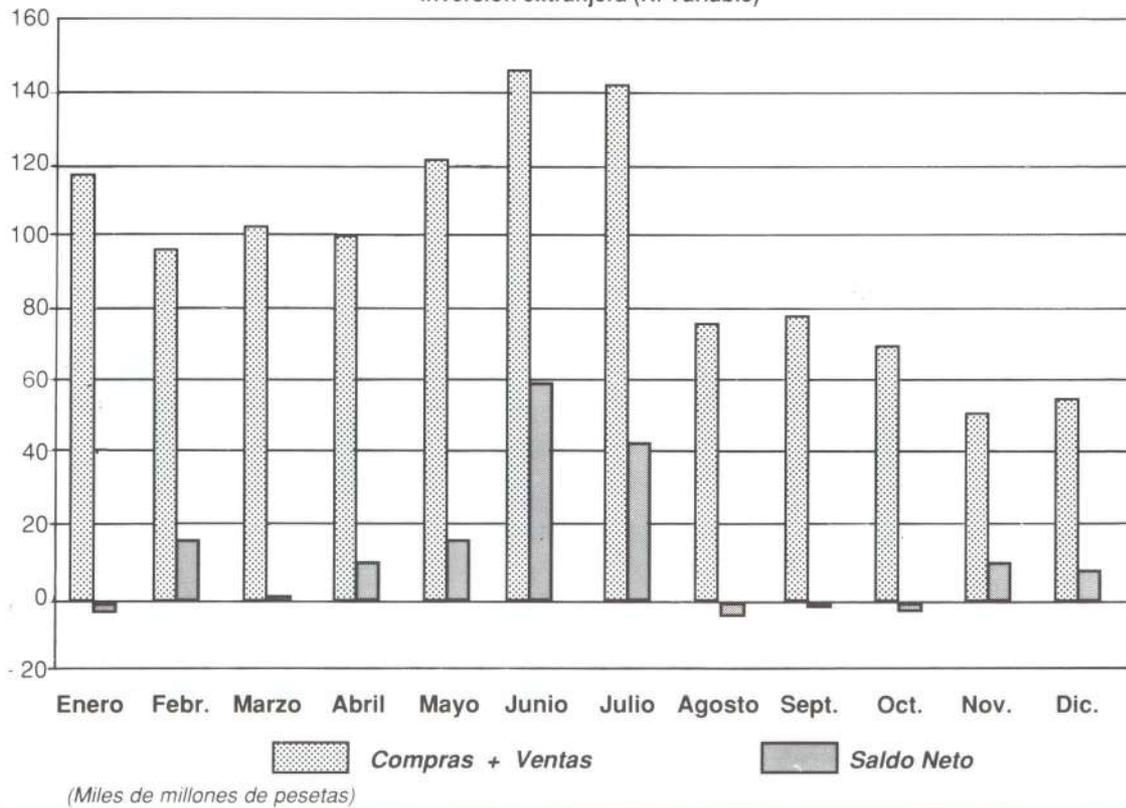


Gráfico 5

PAISES DE PROCEDENCIA
Inversión Extranjera 1990

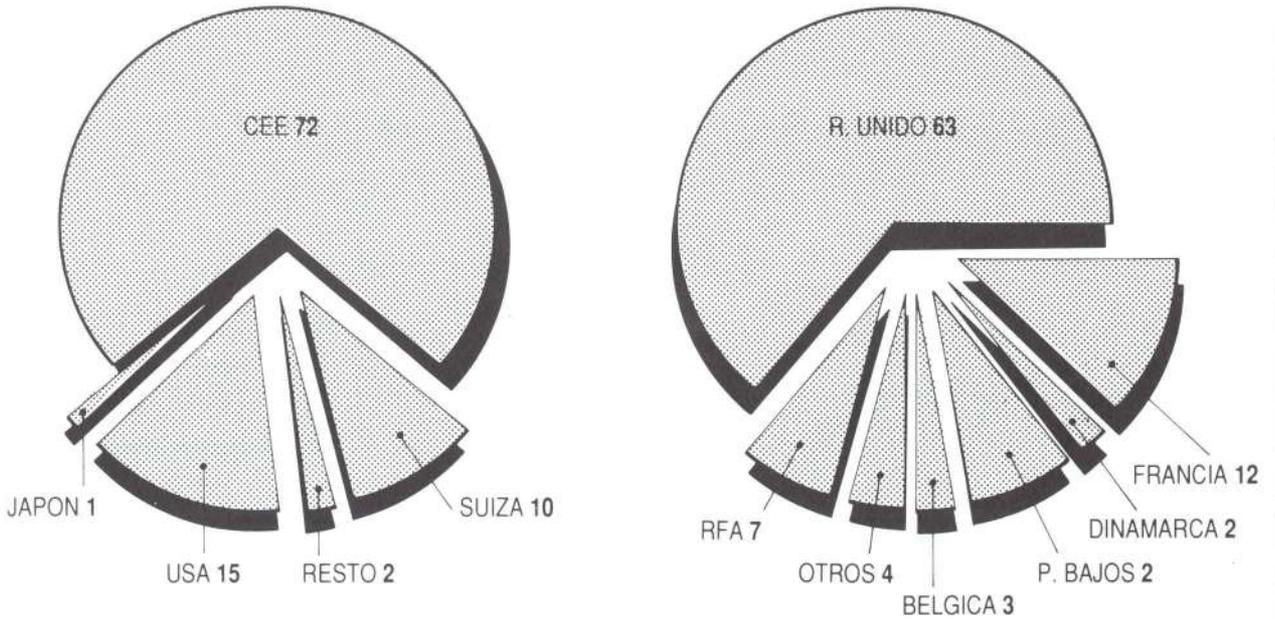


Gráfico 6

REVALORIZACION POR SECTORES

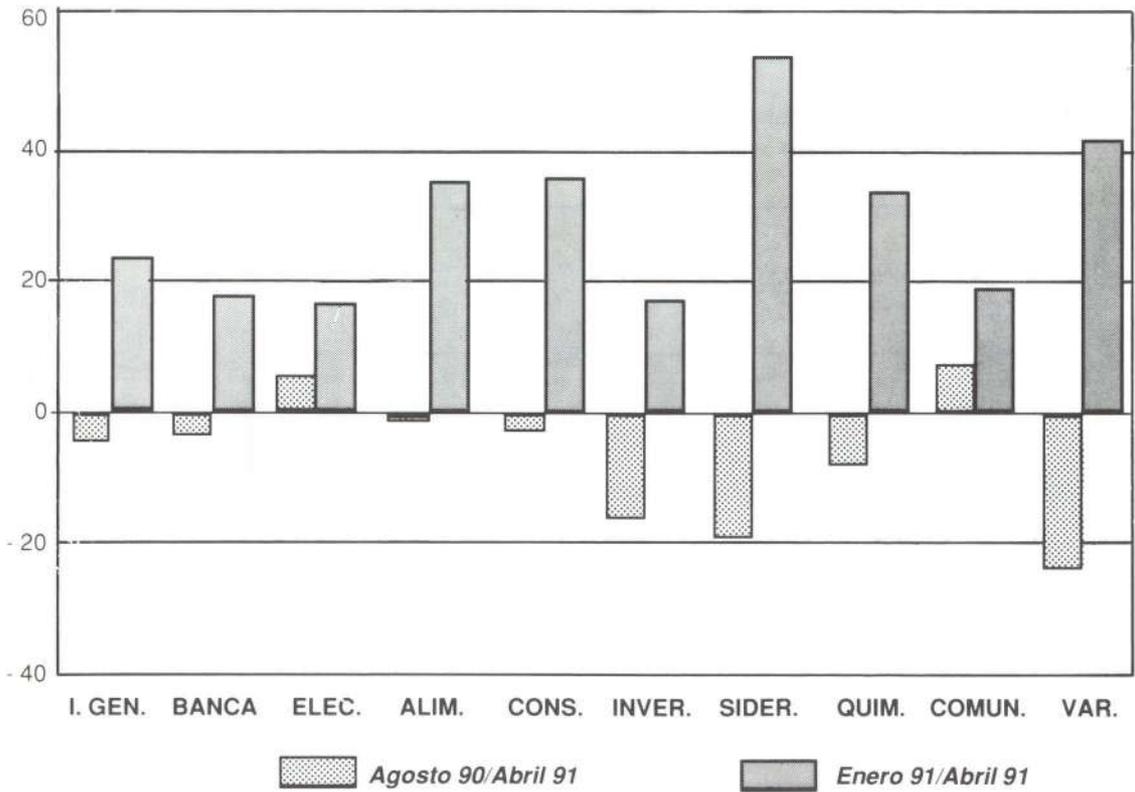


Gráfico 7

EVOLUCION BOLSAS INTERNACIONALES (I)
Desde 1.08.90 al 22.04.91

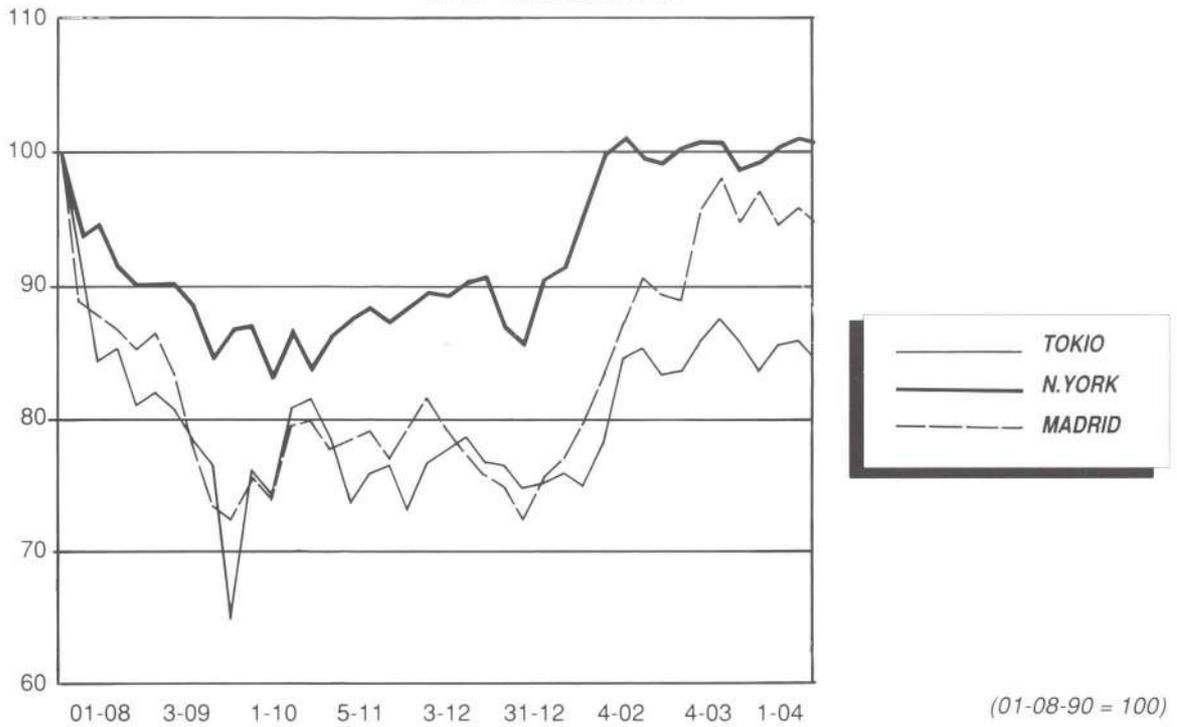


Gráfico 8

EVOLUCION BOLSAS INTERNACIONALES (II)
(desde 1.08.90 a 22.04.91)

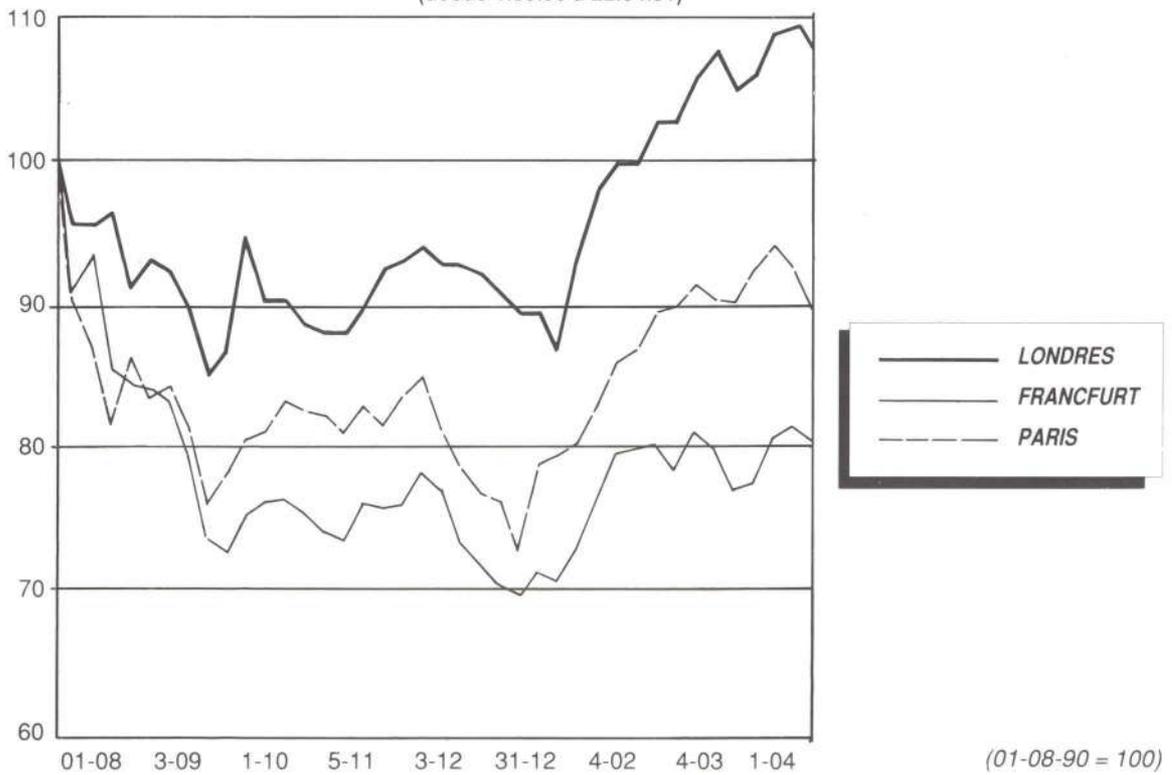
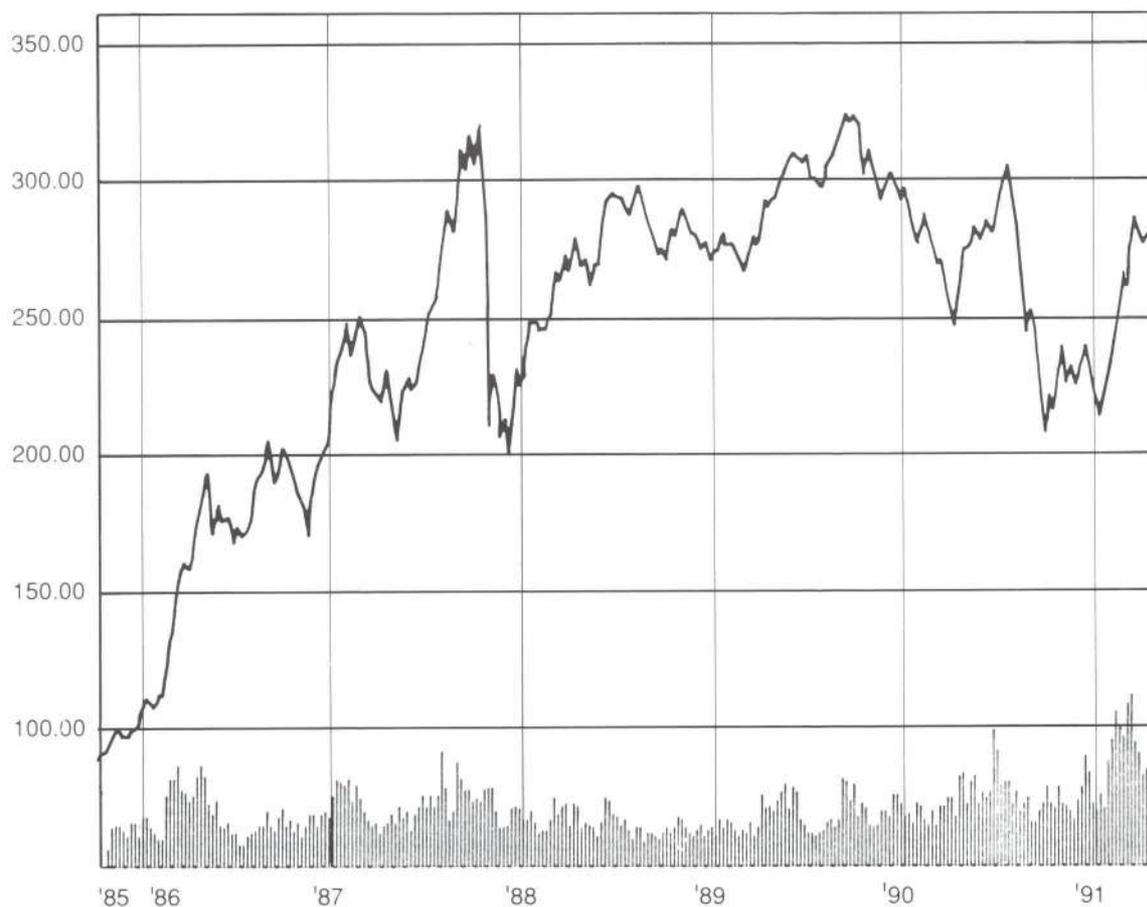


Gráfico 9

INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID. 1986-1991



GESTION INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

Arturo DE LA LAMA LOPEZ AREAL

I. INTRODUCCION

A lo largo de esta exposición, voy a referirme a la gestión integral de activos y pasivos en la misma acepción que en la terminología anglosajona se da a la expresión *Asset and Liability Management*.

Existen dos ámbitos del *Asset and Liability Management*. En sentido amplio, implica la adopción de cuantas decisiones sean precisas en la gestión de los recursos y colocaciones para maximizar en el tiempo los resultados de la institución, en un contexto de equilibrio con otros objetivos: volumen de balance, liquidez, riesgo de interés, adecuación de capital, etcétera.

Este ámbito amplio engloba la adopción de decisiones no sólo tácticas, sino también estratégicas. Por tanto, la formulación de los planes estratégicos, de los presupuestos anuales y de las modificaciones de ambos quedan incluidos en la gestión integral de activos y pasivos en sentido amplio.

Existe otra interpretación más restringida que implicaría la adopción de medidas tácticas para neutralizar o aprovechar las modificaciones que se producen en el entorno respecto a los supuestos introducidos en los planes anuales, de forma que se optimice la posición competitiva de la institución y se restaure el equilibrio deseado entre resultados y riesgos asumidos, especialmente de liquidez e interés.

Voy a referirme aquí únicamente a la interpretación más reducida; aunque haré alguna referencia a aspectos estratégicos cuando resulte conveniente para la comprensión de la exposición.

El esquema de mi intervención será: en primer lugar, me referiré al contexto del negocio bancario en que se originan las primeras formulaciones de

la gestión integral de activos y pasivos. A continuación, explicaré los objetivos y funciones que normalmente se consideran comprendidas en esa gestión integral. Un tercer apartado de mi exposición se dedicará a justificar y describir las principales herramientas, tanto de análisis como de gestión, necesarias para realizar esas funciones. Finalmente, me referiré a los principales tipos de decisiones a través de los cuales se plasma y desarrolla la gestión subsiguiente al análisis.

II. ORIGEN DE LA GESTION INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS

Las instituciones bancarias siempre han hecho una gestión integral y dinámica de activos y pasivos, porque siempre han tratado de controlar la situación del conjunto de la institución, establecer en qué medida esa situación difiere de la deseable, y tomar decisiones sobre activo y pasivo para encaminarlos en la dirección deseada, tratando así de conjugar equilibradamente el objetivo de rentabilidad con los riesgos asumidos. Esta es la esencia de la gestión integral de activos y pasivos.

¿Qué es lo que explica entonces la generación, a comienzos de los años ochenta, de una numerosa bibliografía sobre la gestión integral de activos y pasivos? y ¿qué es lo que aporta esa gestión sobre la que se venía realizando?

Pienso que es una cuestión de énfasis sobre algunos aspectos que, aunque presentes siempre, habían estado en un relativo segundo plano. Un cambio en las proporciones relativas de los problemas y de las soluciones característicos de la gestión bancaria. No olvidemos que, a lo largo de los setenta, ciertos aspectos que anteriormente eran parámetros de la gestión se han ido convirtiendo en variables. En la mayoría de los países, al final

de los setenta, un banco ya no tiene limitados ni los productos, ni los clientes, ni los mercados, ni las monedas en que actúa, ni, por supuesto, el volumen de balance. Tampoco tiene apenas restricciones en la política de precios y plazo de sus productos.

Son ya tópicas las razones de esa transformación. La desregulación; la internacionalización de la economía y la globalización de los mercados financieros; la mayor educación financiera de los clientes; la tecnología ... y el correlato de todo ello, que es un extraordinario incremento de la competencia y la innovación, son, como todos sabemos, los factores causantes de esos cambios.

Pero lo importante es que, como consecuencia de esa multiplicación de mercados, monedas, instrumentos y políticas de precios y plazos, se produce también una extraordinaria multiplicación de los riesgos de liquidez, de intereses y de cambio si los activos y pasivos no están casados en plazo, tipo de referencia y moneda. Otra consecuencia es la extraordinaria facilidad para que la posición en el mercado se vea alterada si los cambios en el entorno económico, competitivo o regulador no son adecuada, oportuna y suficientemente respondidos en naturaleza, en tiempo y en intensidad.

Y todo ello ocurre en un entorno en que ha aumentado la volatilidad de los tipos de interés y de cambio, se han estrechado los márgenes, han aumentado los fallidos y se hace necesario, pero difícil, ajustar la base del capital a los requerimientos de la prudencia y de los supervisores.

En mi opinión, y resumo, la gestión integral de activos y pasivos pone énfasis en la necesidad de gestionar el incremento de ciertos riesgos típicos de la actividad bancaria y la mayor variabilidad de la posición relativa de la institución, en un contexto en que ha aumentado la inestabilidad del entorno económico, competitivo y regulador, y se han estrechado los márgenes del negocio.

Entenderemos ahora que, según el horizonte considerado, podremos estar abarcando aspectos estratégicos o, por el contrario, simplemente tácticos. Es por eso por lo que algunos prefieren simplemente hablar de implicaciones a largo plazo o a corto plazo de la gestión de activos y pasivos.

III. FUNCIONES COMPRENDIDAS EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

Paso ahora a referirme a las funciones que considero deben incluirse en esa gestión integral, en sentido restringido o a corto plazo.

Mi catálogo, puramente orientativo, es:

- 1) Diagnóstico del entorno económicos, competitivo y regulador.
- 2) Evaluación de los volúmenes y precios del negocio.
- 3) Medición de los riesgos.
- 4) Enjuiciamiento de los resultados.
- 5) Adopción de decisiones.

Describiré someramente el contenido de cada una de ellas.

1. Diagnóstico del entorno económico, competitivo y regulador

Se trata de un factor fundamental en el análisis de los riesgos y de la posición relativa de la institución en el mercado.

El breve repaso de los aspectos básicos de la economía real deberá permitir interpretar la evolución de los principales aspectos del entorno financiero y deberá servir, sobre todo, para emitir opiniones sobre el comportamiento esperado en magnitudes monetarias y crediticias, tipos de interés y tipos de cambio.

Asimismo, las novedades observadas en la conducta de la competencia forman también un capítulo de gran interés en el análisis de la posición relativa de la institución. El aspecto, aquí, crítico es la disponibilidad de información. No conviene desechar, sin embargo, las pistas que pueden suministrar los cambios observados en los balances y cuentas de resultados públicos, bien individuales, bien del conjunto del sistema.

Finalmente, una evaluación de las medidas económicas ya adoptadas, o cuya adopción se considere probable, tiene también enorme trascendencia para obtener ventajas comparativas en relación a la actuación en el mercado, y para protegerse de eventuales incrementos de los riesgos.

2. Seguimiento continuo de los volúmenes y precios del negocio

Este seguimiento es fundamental para mantener la posición deseada en el mercado.

En lo que se refiere a magnitudes, se enjuiciarán las variaciones y saldos de los principales capítulos de balance, comparándolos con las cifras presupuestarias, con las de similares períodos de ejercicios pasados y con las de la competencia. En esa valoración deberá tenerse muy presente los cam-

bios producidos en el entorno y resolverse los problemas que plantea la estacionalidad.

En lo que se refiere a precios, se tratará de evaluar la política efectivamente seguida, teniendo en cuenta la información de volúmenes más arriba citados, las variaciones producidas en la coyuntura monetaria y, de conocerse, en la conducta de la competencia. Trimestralmente, esta conducta podrá ser aproximada en base a las informaciones públicas de balances y cuentas de resultados. Debe ponerse especial cuidado en que todos los tipos de interés se hayan traducido a un mismo plazo, es decir, sean tipos equivalentes. Debe usarse un criterio fijo en relación a la inclusión o no de determinados ingresos o comisiones. Finalmente, será deseable que la información de gestión permita aislar los precios de las nuevas incorporaciones a balance, de tal forma que además del precio medio del saldo se disponga de una aproximación a los precios marginales.

3. Medición de los riesgos

La medición de los riesgos es probablemente la función de la gestión integral que más novedades aporta en relación a la usual gestión bancaria. Particularmente en lo que se refiere a los riesgos de interés y liquidez. En razón al mayor conocimiento que de él se tiene, no se hablará aquí del riesgo de crédito, pese a que la actual coyuntura lo sitúa en plano de indudable trascendencia.

Es obvio que la medición de los riesgos sólo tiene utilidad cuando se han definido previamente criterios respecto a los niveles que se consideran o no aceptables. Esto supone que la institución ha fijado, primeramente, su actitud general frente a cada tipo de riesgo; ha concretado, luego, esa actitud en un conjunto variado de límites; ha definido, a continuación, los sistemas de medición que le permitirán, finalmente, comparar esos límites con los niveles de riesgo que realmente tiene incorporados en su balance.

Corresponde a la más alta dirección de la institución (Presidencia, Consejo de Administración) definir la actitud corporativa frente a las distintas modalidades de riesgo. Es evidente que esta definición no tiene que ser técnicamente precisa, pero sí claramente expresiva del grado de aversión de la institución al riesgo. Su traducción en un conjunto de límites, por el contrario absolutamente precisos, será aprobado por el Consejo, a propuesta del órgano encargado de gestionar tales riesgos.

Dichos límites deberán ser periódicamente revisados. Piénsese que aun cuando no variara el gra-

do de aversión al riesgo de la institución, sí pueden hacerlo los factores que condicionan el que determinados niveles de exposición sean considerados o no soportables. Esto es precisamente claro en situaciones (crisis del Golfo y amenaza de recesión) como la que atravesamos, que deberían llevar a las instituciones a reconsiderar, y seguramente reducir, los límites admisibles en toda la gama de riesgos.

Cualquiera que sea la modalidad de riesgo a la que se refieran, esos límites deben reunir algunas características. En primer lugar, los límites deben ser globales, esto es, deben referirse al total de riesgo de la institución, con independencia de que deberán existir además límites parciales en las unidades de negocio. Esta exigencia obvia tiene implicaciones que no lo son tanto, porque las posiciones de riesgo de una unidad de negocio pueden quedar compensadas parcialmente por las posiciones de otras unidades, por lo que ni la suma de los riesgos de las unidades de negocio se iguala con el riesgo del conjunto de la institución ni el límite de riesgo de la institución debe ser la suma de los límites de las unidades de negocio.

Esta globalidad implica también otras consecuencias lógicas, pero no siempre fáciles de implementar: los límites se referirán al conjunto del negocio, cualquiera que sea la clase de moneda, lugar de ubicación, persona jurídica y forma contable utilizada.

Una segunda propiedad que debe reunir el conjunto de límites es que vengan expresados en una unidad de medida similar a aquella en la que expresamos las consecuencias adversas del riesgo. Es decir, si el riesgo de interés lo definimos como la variación negativa del margen financiero provocado por un movimiento de tipos sobre un balance no equilibrado en fechas de reprecación, los límites de riesgo de interés deberán venir expresados en variación máxima admisible del margen financiero. Por la misma razón, los límites del riesgo de liquidez se medirán en unidades tales como volumen máximo de la apelación bruta o neta a los mercados de fondos comprados (mercado monetario en nuestro país) o número de días durante los cuales pueden atenderse las obligaciones derivadas del pasivo exigible, dado el volumen de activos líquidos disponibles.

Finalmente, es preciso evitar sacralizar los límites o las diferencias entre la medición y los límites establecidos. Todo lo que rodea la medición y gestión del riesgo requiere de unas dosis tan considerables al menos de buen juicio y conocimiento del negocio como de unas ciertas herramientas técni-

cas. Porque los supuestos y simplificaciones que deben introducirse en todas las etapas —tratamiento de la información, introducción de hipótesis de comportamiento de tipos de interés o de cambio, reacción de los clientes a esos comportamientos, cancelando o modificando anticipadamente las condiciones de los contratos, difusión de las modificaciones iniciales al resto de instrumentos y mercados— son de tal trascendencia que sin una buena dosis de buen juicio y prudencia las conclusiones pueden ser erradas.

4. Enjuiciamiento de los resultados

Tomará como punto de partida la comparación de los resultados estancos y acumulados del ejercicio presente con las correspondientes cifras del ejercicio anterior. Se establecerán asimismo las diferencias con los niveles presupuestados y con los resultados obtenidos por la competencia, si éstos se conocen. Y todo ello para cada uno de los diferentes renglones de la cascada. Evidentemente, se tendrán presentes los especiales criterios que pueden caracterizar la política de enajenaciones o de saneamientos.

El análisis cobrará mayor capacidad discriminante si puede realizarse a nivel de unidades de negocio. Esto requeriría la existencia de un sistema de precios de transferencia, aspecto al que me referiré más adelante.

El análisis que ya se habrá realizado sobre los volúmenes y precios del negocio facilitará conclusiones sobre los factores explicativos de la evolución del margen financiero. Si ese análisis se realizó sólo en términos del negocio cliente, se deberá ahora dar entrada a los volúmenes y tipos del mercado monetario, y de renta fija, que en los últimos años están tomando un creciente protagonismo.

Asimismo, la mediación realizada de los riesgos facilitará el juicio sobre en qué medida la evolución de los resultados se está apoyando excesivamente (o, por el contrario, excesivamente poco) en una transformación de plazos de maduración (riesgo de liquidez) o de repreciaación (riesgo de interés). En todo caso, debe tenerse presente que cada uno de los riesgos puede moverse en diferente dirección: alargar plazos de activo para reducir el riesgo de una caída de tipos podría implicar mayores riesgos de liquidez y, tal vez, de crédito.

Finalmente, es conveniente que en este enjuiciamiento de los resultados se analicen con cierta regularidad aspectos que, por su menor importancia, suelen quedar olvidados. Sirvan como ejemplo los ingresos por servicios, la actualización de su

tarifa, la variación de los activos libres de bajo o nulo rendimiento, las entradas de mora (determinantes de las necesidades de saneamiento de mañana) las posibilidades de mejorar el rendimiento de los activos obligatorios, y, por supuesto, la evolución de los costes de explotación, respecto a los que un periódico cuestionamiento del porqué y para qué es más importante que una indiscriminada preocupación por el cuánto.

5. Adopción de decisiones y su implementación

Se realiza en la mayoría de las instituciones a través de una estructura más o menos formalizada: el Comité de Activos y Pasivos.

El Comité de Activos y Pasivos es el órgano a través del cual se produce la gestión de activos y pasivos, responsable, por tanto, de desarrollar las funciones comprendidas en esa gestión. Forman parte del comité los responsables de las grandes áreas operativas y de las unidades de Planificación, Estudios y Tesorería. Es usual que presida el comité el Presidente o, en su caso, el Consejero Delegado. El comité se reúne en fechas prefijadas, con una periodicidad que varía según las instituciones entre una vez por semana y una vez por mes. Evidentemente, se reúne además cuando se considera que la situación lo requiere. En la mayoría de las instituciones, este comité es ejecutivo, aunque en algunos casos sus deliberaciones toman tal carácter a través de su traslado a otro órgano: comité ejecutivo o comité de dirección.

Las sesiones del comité se realizan de acuerdo con un orden del día, que es conveniente que los miembros conozcan previamente. Este orden del día incluirá las funciones de análisis del entorno, de los riesgos, del negocio y de los resultados ya citados, así como los temas específicos que la realidad de cada momento haya hecho patentes. En algunos casos, será conveniente la distribución previa de documentación que permita una cierta formación del criterio. Debe insistirse en la absoluta necesidad de agilidad en las sesiones: el objetivo de éstas es tomar decisiones, si se requieren. Esto implica que en cada sesión se dé información sólo de aquellos aspectos cuyo conocimiento se entiende relevante para esa toma de decisiones.

Todo lo que llevamos dicho significa que la gestión de activos y pasivos y el funcionamiento del comité necesitan de una cierta intendencia, que debe procurarse que sea lo más ligera posible. Con todo, la selección de temas, su integración desde una perspectiva corporativa, no meramente depar-

tamental, la preparación y selección de información, la elaboración de propuestas de límites de riesgos, su medición, el seguimiento de las decisiones, e incluso la implementación de algunas de ellas, requiere de la existencia de un cierto soporte del comité.

IV. HERRAMIENTAS IMPRESCINDIBLES DEL COMITE

Uno de los cometidos de ese soporte es la elaboración de las herramientas de análisis, de previsión o de gestión que sean necesarias en la gestión de activos y pasivos. En mi opinión, existen tres herramientas de interés, si son sabiamente utilizadas: un sistema de medición del riesgo de liquidez, un sistema de medición de riesgo de interés y un sistema de precios de transferencia. No incluyo un sistema de previsión de tipos de interés o de cambio porque, en el horizonte a corto plazo en el que estoy tratando la gestión de activos y pasivos, tales sistemas no han mostrado ser eficaces. Tampoco incluyo una herramienta de medición del riesgo de cambio por estar su metodología y conjunto de límites más establecidos en la práctica.

1. Sistema de medición del riesgo de liquidez

Existe un renovado interés a nivel internacional por los problemas de medición y gestión de la liquidez bancaria. Detrás de este interés se encuentra la sospecha de que, en promedio, los niveles de liquidez bancaria se están deteriorando lenta pero continuamente.

Por ello, el Comité de Basilea y los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Diez están recomendando a las instituciones bancarias una puesta al día de los instrumentos de medición del riesgo de liquidez y de los respectivos sistemas de límites. Incluso el Banco de Inglaterra ha estado a punto, recientemente, de establecer un coeficiente obligatorio de activos altamente líquidos en proporción a los pasivos y compromisos a corto.

En nuestro país la existencia en las carteras bancarias de los C.B.E., de los pagarés del Tesoro y de las cédulas de inversión anula cualquier preocupación respecto a nuevas iniciativas de coeficientes. Pero, evidentemente, esas carteras no evitan que la dependencia de los fondos tomados de los mercados monetarios pueda llegar a ser excesiva, tanto desde el punto de vista de la facilidad para

mantenerla en el tiempo como desde el punto de vista de sus efectos en la cuenta de resultados. Es más, la tendencia al crecimiento relativo de los fondos tomados por la banca en los mercados monetarios en sentido amplio (es decir, incluyendo la liquidez procedente del Banco de España) y el acortamiento de los plazos de maduración que implica el fenómeno de las supercuentas hacen recomendable también en nuestro país un examen periódico de los niveles de liquidez.

La herramienta más tradicional, el perfil de liquidez, obtiene, para diversos intervalos temporales —un día, una semana, un mes, a contar desde la fecha corriente— las diferencias entre activos y pasivos que maduran dentro de esos intervalos temporales.

Esa diferencia expresa la cuantía de fondos disponibles, o de fondos adicionales necesarios, en cada uno de esos períodos, bajo la hipótesis de un cumplimiento de los plazos de maduración contractuales. Pero la herramienta así diseñada es muy tosca. No tiene validez más que para muy cortos plazos, pues no tiene en cuenta las nuevas incorporaciones a balance, ni los vencimientos de esas incorporaciones, ni la generación de *cash flow*. Además, hay que establecer cómo tratar a los pasivos y activos sin vencimiento explícito, fijar qué porcentaje de los pasivos a la vista se considera que se mantienen en el tiempo, considerar que muchas demandas de financiación a corto serán renovadas por el cliente de vencimiento, salvo que se acepte un coste en términos de la relación con el cliente. En fin, habrá que dar entrada a las operaciones fuera del balance. Algunos, aunque no todos, de estos problemas se resuelven si, en vez de operar con un balance a la fecha, trabajamos con cifras presupuestadas. Se resuelven en la medida en que formular presupuestos significa haber contestado muchos de esos interrogantes, y en la medida en que en algunas instituciones la práctica presupuestaria arroja unos grados de realización aceptables. Si no es así, habrá que establecer unas hipótesis de comportamiento, previo estudio de los datos históricos.

En todo caso ya hemos dicho que las mediciones sólo tienen sentido en tanto en cuanto se ponen en relación con unos valores que hemos definido como límites del riesgo aceptable. La definición del límite y la cuantía de éste estará, lógicamente, determinada por la actitud de la institución. En todo caso, son muy frecuentes los siguientes:

a) Límite a la diferencia entre activos y pasivos que vencen en diferentes períodos. Son más empleados los límites para los intervalos más cortos.

b) Ese mismo límite, cuando añadimos los activos realizables, valorados según la cotización de mercado, y los fondos netos incrementales susceptibles de conseguirse en un corto período (disponibles no utilizados de límites con otras instituciones).

c) Límite al recurso neto al mercado monetario (posiciones activas menos posiciones pasivas), tanto en términos de variación en un cierto período como en saldo total.

d) Límite al recurso bruto al mercado monetario, igualmente tanto en términos de variación como en saldo.

2. Sistemas de medición del riesgo de interés

La atención al riesgo de interés no es reciente. Están considerablemente debatidos los factores que han contribuido al aumento de este riesgo, los diversos sistemas de medición y los conjuntos de límites posibles. No por ello las entidades supervisoras o las instituciones privadas se decantan aún por una metodología concreta. Existen, por otra parte, tópicos erróneos, como el de la mayor sensibilidad pasiva a los tipos de interés de la banca española, y estamos asistiendo, por último, en nuestro país a una transformación fundamental en las posiciones de riesgo de interés, que va a alterar tanto esa creencia como la realidad. Empezaré por estos últimos aspectos y luego pasaré a discutir los distintos sistemas de medición.

Ha sido frecuente la opinión de que, debido a la transformación de plazos consustancial al negocio bancario, el sistema bancario español tiene una mayor sensibilidad pasiva que activa a las modificaciones de los tipos de interés. Esto es, se sustenta la idea de que la variación de los tipos es recogida primero, y con mayor intensidad, por los pasivos que por los activos. Esta opinión errónea, al menos hasta ahora, confunde en primer lugar el concepto de maduración con el de reprecación (la transformación de plazos implica efectivamente unos mayores plazos de maduración en el activo, pero en el riesgo de interés los plazos relevantes son los de reprecación). Olvida, en segundo lugar, que en el sistema bancario español el volumen de pasivos insensibles a los tipos de interés (cuentas corrientes y de ahorro ordinarias, capital y reservas, etc.) es muy superior al volumen de activos insensibles (coeficientes obligatorios, inmovilizado, renta variable, etc.), por lo que el alza de tipos será recogida por un mayor volumen de activos que de pasivos. Finalmente, esa opinión olvida también

que los instrumentos financieros, según sus características intrínsecas y según la política de precio de la institución, recogerán en muy diferente medida una variación del nivel general de tipos de interés.

En fin, el hecho es que, en contra de lo que generalmente se ha venido afirmando, en España, la banca, al menos, ha tenido una mayor sensibilidad activa a las variaciones de los tipos de interés, por lo que el incremento del nivel general de tipos tendía a mejorar el margen financiero. Pero esto está cambiando dramáticamente.

La pugna por el pasivo, la generalización de las cesiones a corto de títulos públicos y la generación de las supercuentas está llevando no sólo a un estrechamiento del margen, sino también a una transformación acelerada de pasivos insensibles (cuentas a la vista y de ahorro ordinarias) hacia pasivos sensibles (supercuentas y cesiones temporales), y además sensibles a plazos muy cortos (las supercuentas pueden cambiar los precios en un mes). El cambio está siendo de tal intensidad que, en la misma medida en que el movimiento generado no tuviera retorno y la política de precios de las supercuentas recogiera realmente las variaciones que se produjeran en el nivel general de los tipos de interés, la banca habría cambiado la mayor sensibilidad activa que la ha venido caracterizando por una mayor sensibilidad pasiva. Se habría hecho verdad lo que hasta ahora era una creencia errónea.

Lo dicho hasta aquí me facilita reafirmar mi posición respecto a las distintas metodologías de medición del riesgo de interés. El sistema *gap*, simple diferencia entre volúmenes de activos y pasivos que reprecian en diferentes intervalos temporales, es demasiado tosco. Su principal limitación es considerar que todos los instrumentos financieros tienen la misma curva de interés y que, además, ésta es plana. (A eso equivale la suposición de que todos los productos, independientemente de su modalidad y plazo, recogen la variación que se supone se produce en el nivel de tipos). Pero tiene también otras limitaciones: analiza un balance que no recoge variaciones en el tiempo, no considera la posibilidad de que un producto se reprecie más de una vez en el espacio temporal considerado, la modificación en el nivel general de tipos se produce de una vez y es única. Todas estas limitaciones llevan a que las traducciones en términos de impacto en el margen financiero de las mediciones *gap* constituyan una grosera aproximación a las consecuencias reales que tendría la modificación de los tipos de interés.

Ahora bien, el *gap* es una herramienta relativamente sencilla, que suministra al que está familiarizado con sus limitaciones el «tufo» de las transformaciones que se están produciendo en el balance, y en todo caso constituye el paso obligado para la metodología que proporciona buenas aproximaciones; los modelos de simulación.

La gran capacidad de aproximación a las circunstancias reales del negocio que tienen los modelos de simulación proviene de que son capaces de incorporar diferentes volúmenes de balance, diferentes políticas de plazos de contratación, y por supuesto, diferentes políticas de precios para cada uno de los epígrafes del balance. A cambio de todo ello, estos modelos son de muy complejo funcionamiento. Requieren un buen conocimiento de su metodología; precisan de una larga etapa de preparación de la información de base (lo que se habrá facilitado en gran medida si se ha trabajado previamente con *gaps*); obligan a un conocimiento de las características concretas de los modelos en el mercado (no recomiendo intentar elaborar por uno mismo el *software*), y necesitan, sobre todo, un gran conocimiento del negocio de la institución. El problema es que todo ello significa tiempo, y que pretender cortar etapas puede llevar a resultados no mucho mejores que los que se obtendrían con el *gap*.

En cuanto a los modelos basados en la duración, aparte de requerir aún mayores exigencias de información que los de simulación, contestan a una pregunta —valor de liquidación de una institución— que tiene poco que ver con las preocupaciones del Comité de Activos y Pasivos: variaciones en el margen financiero provocadas por las variaciones de tipos de interés.

Ni que decir tiene que este sistema es, en cambio, de gran utilidad para aproximar las variaciones en la cotización de una cartera de renta fija, producidas por los movimientos de tipos de interés.

3. El sistema de precios de transferencia interna

Los sistemas de precios de transferencia interna persiguen generalmente dos objetivos relacionados: primero, posibilitar el cálculo de los resultados de cada una de las diversas unidades de una institución a través de la imputación de un precio a los fondos utilizados por cada una de esas unidades; segundo, utilizar los movimientos de esos precios como señales para dirigir la institución en la dirección deseada.

El sistema de precios de transferencia más utilizado se basa en imputar un único tipo de interés a la diferencia entre los recursos utilizados y captados por la unidad. El tipo de interés utilizado suele ser un tipo medio mensual relacionado con el mercado monetario, para tener en cuenta así el coste de oportunidad de esos fondos. Esos sistemas tienen la enorme ventaja de su sencillez. Sin embargo, también aquí, a cambio de la sencillez, se producen efectos no deseados.

En primer lugar, el sistema descrito «deja» el riesgo de interés en el balance de cada una de las unidades, sin que éstas, sin embargo, lo puedan gestionar. Una unidad netamente inversora (es decir, demandante de fondos) podrá ver que una decisión de inversión tomada con anterioridad, y que venía suministrándole un margen positivo a los tipos de transferencia vigentes, empieza a arrojar un margen negativo como consecuencia de una elevación de los tipos de transferencia interna. La decisión de inversión hasta ayer buena se hace mala.

En segundo lugar, este sistema, al fijar un único tipo de transferencia independientemente del plazo de los recursos, no facilita tampoco las oportunas decisiones de inversión. El director de una unidad podría desechar una inversión a largo plazo si, al financiarla con recursos adquiridos internamente, el margen resulta negativo. Sin embargo, el precio de transferencia puede haber subido sólo momentáneamente, reflejando un incremento de los tipos de interés a corto del mercado monetario.

Existe un sistema de precios de transferencia interna que, además de carecer de estas deficiencias, simplifica las relaciones entre el Comité de Activos y Pasivos y las unidades operativas. A cambio (no podría ser de otro modo) el sistema es considerablemente complejo y costoso, sobre todo en sus formulaciones más puras. Claro que pueden efectuarse algunas simplificaciones.

El sistema consiste en que las unidades operativas «venden» cada uno de sus activos y pasivos al órgano que gestiona el riesgo de interés a un tipo de interés determinado por éste, pero que en principio se corresponde con el tipo del mercado interbancario de depósitos para un plazo similar al del instrumento vendido. El margen financiero para la unidad se obtiene como diferencia entre el tipo realmente contratado con el cliente y ese tipo fijado centralmente, y permanece invariable durante la vida del producto. Además, puesto que el tipo fijado centralmente tiene en cuenta el coste de oportunidad (al ser de mercado monetario), el sistema fomenta la adopción de decisiones racionales.

La ventaja adicional de simplificar las relaciones entre las unidades operativas y el Comité de Activos y Pasivos se entenderá más fácilmente cuando examinemos los diversos tipos de medidas en que se apoya la gestión integral.

V. PRINCIPALES MEDIDAS E INSTRUMENTOS DE GESTION

Identificado un determinado riesgo (o una oportunidad), existe la posibilidad de abordarlo a través de un conjunto variado de decisiones. Es claro, por ejemplo, que si pretendemos protegernos (o, en su caso, aprovechar) de un descenso en los tipos de interés, podemos comprar activos a largo, comprar *call options*, comprar futuros, o simplemente acortar los plazos de los fondos tomados y alargar los de los prestados por la unidad de Tesorería. Pero es obvio que si estuviéramos muy convencidos de ese eventual descenso, trataríamos de adoptar también decisiones en la red. Trataríamos de incrementar los ritmos de inversión a los tipos actuales, y tantearíamos también la posibilidad de acortar los plazos de contratación de pasivos para beneficiarnos así de la eventual reducción de costes de financiación.

No existen, claro está, criterios terminantes sobre los tipos de decisiones a emplear en cada caso, pero sí existen algunos criterios orientadores de las decisiones. Estas deben ser, en primer lugar, proporcionadas al grado de confianza en la previsión que se desea aprovechar, al volumen de riesgo que se pretende inmunizar y a la seguridad en el diagnóstico del problema que se pretende corregir. Esto entraña que, habida cuenta de la inercia que conlleva cualquier decisión adoptada de la red comercial, el recurso a decisiones que comportan modificaciones de esa política deberá estar suficientemente justificado.

Las decisiones deben además ser controlables, de forma que se pueda relacionar el nivel de su aplicación con los efectos producidos para, en su caso, reducir o aumentar el rigor de la medida. Esto crea algún problema en aquellas decisiones que implican la actuación en mercados sumamente volátiles, como son los mercados monetarios, especialmente cuando quien toma la decisión (el Comité) no coincide con quien actúa en el mercado (Treasurería).

Finalmente, las decisiones deben ser lo más respetuosas posible con el sistema establecido de

conducción del negocio. Si una institución funciona con una estructura relativamente descentralizada y con criterios de evaluación según resultado, será más coherente con esa autonomía gerencial una modificación de los precios de transferencia interna que una modificación de los objetivos en volúmenes o precios del negocio. Por el contrario, si una institución funciona con un esquema de dirección fundamentalmente centralizada, seguramente es más eficaz modificar directamente los precios de los productos que pretender actuar sobre ello a través de un sistema de precios de transferencia.

Por lo que llevo dicho hasta ahora, resulta recomendable identificar previamente el sistema real de funcionamiento de una institución. Aunque es evidente que en la gestión integral se plantearán situaciones que harán preciso todo tipo de decisiones. En general, puede decirse que las decisiones que implican actuación en los mercados monetarios persiguen efectos muy rápidos, pasajeros y poco intensos, mientras que las decisiones que implican a la red comercial tienen efectos muy radicales y profundos. La modificación de los precios de transferencia combina elementos de ambas clases de políticas.

VI. UN COMENTARIO FINAL

En esta nota se ha tratado de hacer un bosquejo de algunos de los aspectos esenciales de la gestión integral de activos y pasivos. Se ha pretendido también formular algunas opciones sobre varias de las cuestiones abiertas que plantea el desarrollo de tal gestión. Es obvio que esas opciones están parcialmente condicionadas por un entorno institucional evolutivo; por tanto, deberán adaptarse a las transformaciones de esa realidad.

Así, la selección del ámbito, estratégico o táctico, de la gestión integral, la concreción de las funciones comprendidas en cada uno de esos ámbitos, la formulación de un sistema de límites para los riesgos, la elección de una metodología para su medición, la opción por un sistema de precios de transferencia y la fijación del mecanismo de transmisión de decisiones son algunos de los temas cruciales en la gestión integral, sobre los que se ha tratado de fijar una opción razonada. Son, en todo caso, unos aspectos sobre los que se ha opinado en nuestro país todavía muy poco, y sobre los que, tal vez por ello, convendría que se realizara un debate.

RELACIONES ENTRE EL SISTEMA FINANCIERO Y EL SISTEMA FISCAL

José BORRELL (*)

INTRODUCCION

En unas jornadas como éstas, donde se dan cita tantos y tan calificados representantes del sistema financiero, parece obligado que la aportación del Secretario de Estado de Hacienda verse sobre las relaciones entre el sistema fiscal y el sistema financiero, sin ánimo alguno de pretender cubrir, de forma completa y satisfactoria para todas las opiniones, los múltiples aspectos de un tema tan complejo.

Tan complejo como importante y actual, porque las interacciones y las influencias mutuas de ambos sistemas condicionan, y condicionarán cada vez más, nuestras formas de organización social.

Como consecuencia del creciente y discutido papel del sector público, por una parte, y de la internacionalización del capital, por otra, las relaciones entre el sistema financiero y el sistema fiscal, entendido éste, en su sentido amplio, como conjunto de ingresos y de gastos públicos, nuclea las relaciones entre centros de poder, entre agentes económicos, entre países, entre clases sociales y entre territorios. El objetivo de la acción política es resolver ese y otros conflictos de intereses de forma pacífica, en un mundo cambiante caracterizado por una dinámica evolutiva como nunca se había vivido hasta ahora.

FUNCIONES Y CARACTERISTICAS DEL SISTEMA FINANCIERO EN SUS RELACIONES CON EL SISTEMA FISCAL

A través del sistema financiero, circulan los capitales y se generan rendimientos. Por el sistema fiscal circulan los recursos públicos, en su viaje de ida y vuelta desde la sociedad que los genera a la

sociedad que los recibe, con un coste de transformación asociado a la mayor o menor eficacia del sector público. Lo que le pase a un sistema le interesa al otro, tanto desde el punto de vista de los déficits públicos que hay que financiar como desde el punto de vista de las alternativas financieras que existen para soportar mayor o menor imposición en los rendimientos del capital. No en vano una buena parte de la ingeniería financiera que se ha creado en los últimos años, en los distintos mercados mundiales, se ha debido a razones fiscales. Y no en vano los proyectos de ley de impuesto sobre la renta y el patrimonio dedican especial atención y numerosos artículos a algo especialmente complejo como es la rentabilidad del capital financiero en sus múltiples manifestaciones.

Ambos sistemas tienen en común su profunda transformación, que se puede calificar de estado de crisis y de cambio permanente, el cual se desarrolla en un contexto de *internacionalización, de desregulación y de desimposición*. En español, estos conceptos suenan raro, porque en el fondo son traducciones de *internationalisation, regulation y detaxation*, tres características asociadas a la mayor movilidad del capital financiero, que se ha visto acelerada por el proceso de unión monetaria y económica europea y por la supresión de las fronteras fiscales.

El sistema fiscal, además, vive un proceso de redistribución y localización del poder político entre distintos centros de poder supranacionales y regionales, como consecuencia de los cambios en las instituciones y del marco político de nuestro país, que lo somete a un doble y contradictorio proceso. Por un lado, estamos transfiriendo soberanía a Bruselas, de forma que buena parte de las decisiones fiscales ya no las puede tomar el Estado español a través de las Cortes, y por otra parte, estamos fragmentando interiormente los instrumentos y los objetivos de política fiscal como con-

secuencia del proceso autonómico, tanto en la vertiente del ingreso como en la vertiente del gasto.

Si estos son los rasgos comunes a ambos sistemas, sus finalidades son, sin embargo, bien diferentes. A «la banca», apelación familiar del sistema financiero, se la suele considerar como un intermediario. Sin embargo, en mi opinión, ese sistema no puede actuar como un mero intermediario. El sistema financiero debe actuar fundamentalmente como un «garante», es decir, como un generador de garantías. El banquero, o el sistema financiero, no es un intermediario más o menos irresponsable, como lo son por esencia los intermediarios, sino que es un garante, por una parte, de los recursos que recibe en forma de depósitos, o de cualquier otra forma de manifestar la confianza en alguien a quien se entregan recursos y, por otra parte, de los créditos que asume. Es, por tanto, un agente que adquiere un doble riesgo: el riesgo de insolvencia de aquellos a los que ha prestado y el riesgo de iliquidez si sus cálculos temporales quedan fuera de plazos.

El sistema financiero juega el papel irrenunciable e irreemplazable de orientar los recursos hacia las actividades más rentables y seguras, concediendo créditos a unos y negándolos a otros. Por eso el sistema financiero, o «el banquero», no es un asegurador. El asegurador asume una función técnica porque aprecia riesgos de forma objetiva y los cubre estadísticamente. Sin embargo, «el banquero» no tiene una regla estadística para conceder o negar financiación. Por eso mismo, «el banquero» tampoco es un empresario. Cuando empieza a dejar de ser un prestador, para pasar a trabajar en comandita, está ocupando el lugar que le corresponde al empresario, lo que no es su papel. Y por haber olvidado, quizá, alguno de esos conceptos, se han creado en torno al sistema financiero de hoy en día una serie de peligrosas, y a veces catastróficas, situaciones —especialmente en Estados Unidos, como consecuencia del exceso en el proceso de desreglamentación—, constituidas por un conjunto de quiebras de cajas de ahorros y pérdidas de confianza en un conjunto de instituciones financieras, que son el resultado de la falta de sentido común de los responsables políticos, de los responsables financieros y también de los economistas teóricos.

Finalmente, quisiera referirme muy brevemente, desde este papel de orientador en la asignación de recursos, a los tres grandes elementos de crisis que el sistema financiero ha vivido durante la década de los ochenta, con especial repercusión e importancia para los sistemas fiscales y las haciendas públicas de los países occidentales: *la crisis de la*

deuda del tercer mundo, la crisis de la «innovación» financiera y la crisis, posiblemente por venir (y no quisiera ser premonitorio), de la financiación del sector inmobiliario.

Hasta 1982, se produce la acumulación de deudas del tercer mundo como resultado de una canalización no suficientemente estudiada de los petrodólares hacia las economías en desarrollo. Durante la mitad de los ochenta (en España, hasta fecha más reciente), aparece la innovación financiera —a la que el semanario *The Economist* se refería recientemente, con un lenguaje mucho más directo, como «prácticas malsanas»—, que ha consistido en operaciones casi megalomaniacas que han acabado conduciendo a los más brillantes innovadores a la cárcel.

Es de temer que la espiral especulativa de los precios de la vivienda pueda acabar provocando dificultades a algunos inversores y, a través de ellos, a sectores financieros poco precavidos. Tal parece ser el caso de algunos bancos americanos respecto a un fenómeno que esperemos que no se produzca en nuestro país.

LAS TRES FUNCIONES DEL SISTEMA FISCAL EN SU RELACION CON EL SISTEMA FINANCIERO

El sistema fiscal, por su parte, tiene funciones distintas, que se pueden resumir en tres, al viejo estilo de Musgrave: *estabilizar la economía; redistribuir la renta, y suministrar bienes y servicios públicos* que el mercado no es capaz de producir.

Función estabilizadora

Hay que poner permanentemente de relieve la importancia que va a tener la capacidad estabilizadora del sistema fiscal, porque el otro instrumento de la política económica, la política monetaria, vía tipos de interés, está perdiendo autonomía. Hemos transferido soberanía a Bruselas, y nuestra política monetaria será la que tenga que ser para mantener a la peseta dentro del SME. Cuando desaparezcan todos los controles a la movilidad de los capitales y las bandas de fluctuación se reduzcan, la política monetaria será mucho menos autónoma todavía. Cuando tengamos una moneda única y un *pool* de bancos centrales más o menos «independientes», la política monetaria habrá dejado de ser política, en el sentido de capacidad de actuar de una forma discrecional por parte de los poderes públicos de cada uno de los estados miembros. Eso coloca, más que nunca, a la política fiscal en el centro de

la capacidad estabilizadora de la economía, y levanta todo tipo de discusiones y comentarios acerca del carácter restrictivo o no de los presupuestos, del equilibrio entre el ingreso y el gasto público.

Si hiciéramos una pequeña encuesta y preguntásemos qué es un presupuesto restrictivo, la definición sería hartó variada. Difícilmente encontraríamos tres o cuatro economistas que se pusieran de acuerdo en cómo se mide de forma inequívoca el carácter restrictivo de un presupuesto. Cuando este debate se desarrolla en el gobierno, en las Cortes, en la opinión pública o entre los círculos de expertos, difícilmente se acepta que se está hablando de un concepto indefinido que para unos se mide en función de la evolución del déficit, para otros en función de la evolución del gasto público con respecto al PIB y para otros en función de la presión fiscal. Si elegimos la definición más robusta, y aceptamos que un presupuesto es restrictivo, respecto a anteriores ejercicios, cuando disminuye el déficit en términos dinámicos, es evidente que nuestra política fiscal ha evolucionado hacia una mayor restrictividad desde 1985. En dicho año alcanzamos un déficit de casi el 7 por 100 del producto nacional, y en 1989 fue del 2,7 por 100. En cuatro años se ha conseguido reducirlo a más de la mitad. El esfuerzo que esto significa para un país y la posible contradicción que ello implica con otros objetivos de la política fiscal no son baladíes. Sin embargo, en torno a esta disputa, a veces técnica y a veces extraordinariamente política, se va a jugar el destino de la política fiscal en los próximos años.

La función redistributiva

Con respecto al carácter redistributivo de la política fiscal, nos encontramos con el grave problema de lo que podríamos denominar la desfiscalización del ahorro, o la «deslocalización» de los productos financieros, lo cual plantea un problema político grave como consecuencia del desequilibrio que se va a producir, cada vez más, entre la carga fiscal que soportan el factor trabajo y el factor capital. En el límite, esta circunstancia obliga casi a preguntarnos si la Constitución Española es compatible con el mercado único europeo. Porque nuestra Constitución nos manda repartir la carga tributaria de acuerdo con la capacidad económica; hoy sabemos que de los individuos, aunque los legisladores de 1978 pensaban que ésta debía referirse a las familias, pero siempre de la capacidad económica. ¿Vamos a construir el mercado único con una libertad de movimientos del capital en unas condiciones que hagan imposible medir la capacidad económica de las personas? Si eso fuera así, habríamos anulado la posibilidad práctica

de hacer realidad el mandato constitucional; porque es imposible gravar la capacidad económica de las personas si no se conocen las condiciones en las cuales se desarrolla su actividad financiera y la capacidad económica que de ella obtienen o que por ella ostentan.

Y esto me lleva a las necesidades de información que el sistema financiero debe suministrar a la hacienda pública en el contexto nacional español y en el contexto de la Europa integrada, porque ésa es, sin duda alguna, una de las razones fundamentales por las cuales el proceso de integración europea puede encontrar escollos políticos que sean insalvables. No tenemos otro instrumento distinto de la política fiscal para redistribuir rentas, una vez que hemos aceptado la economía de mercado como la forma más eficiente de producir, aunque no sea la forma más eficiente de distribuir. Es evidente que hoy la política fiscal en España, a juzgar por las estadísticas, tiene una extraordinaria capacidad redistributiva, incluso más de lo que cualquier ciudadano informado puede pensar. El problema es saber si se redistribuye entre aquellos entre los que se debe redistribuir.

Hay 89.000 contribuyentes en este país —lo que representa el 1 por 100 de los contribuyentes— que declaran más de siete millones de pesetas anuales de base imponible y que aportan, nada más y nada menos, que el 20 por 100 de la recaudación; permítaseme repetirlo: el 1 por 100 de los contribuyentes aporta el 20 por 100 de la recaudación. De igual forma, podemos señalar como indicativo de concentración de la carga tributaria que, en números redondos, el 10 por 100 de los contribuyentes aporta el 50 por 100 de la recaudación por IRPF. O que 15.512 personas aportaron el año pasado a la recaudación del IRPF lo mismo que aportaron cinco millones de contribuyentes. Es evidente que el impuesto tiene una gran capacidad redistributiva cuando 15.000 contribuyentes aportan lo mismo que cinco millones. El problema está en si esos cinco millones de contribuyentes están colocados donde deben estar en la escala de renta real y, en consecuencia, si los 15.000 que efectúan la mayor aportación seguirían siendo los mismos 15.000.

Para poder resolver este problema, habría que aceptar socialmente que la aplicación del sistema fiscal depende fundamentalmente de la información de la que seamos capaces de disponer para aplicarlo adecuadamente. Por eso he dicho en alguna ocasión, y con ello no he querido ofender a nadie, sino simplemente describir una realidad, que el sistema financiero español tiene una pesada responsabilidad política a la hora de valorar la aplica-

ción práctica de las normas fiscales. Entre 1979 y 1984-1985, no suministró ninguna información a la hacienda pública acerca de las rentas y los patrimonios financieros, y ello, naturalmente, condicionó la aplicabilidad práctica de unas normas que, para que pudieran ser efectivas, necesitaban dramáticamente poder disponer de esa información, sin la cual no podían operar.

Con ello no estoy diciendo que se hubieran colocado al margen de las leyes, ni que hubieran hecho nada más que hacer uso de las posibilidades que la ordenación constitucional española les ofrecía; pero la larga resistencia del sistema financiero a hacer realidad el levantamiento del secreto bancario establecido por las leyes de la Reforma Fiscal de 1978 condicionó gravemente la viabilidad y eficacia práctica de ésta. Cuando, por fin, en 1984 falla el Tribunal Constitucional, es ya muy tarde para que esta aplicación se haga de forma ordenada y sin traumas.

He hablado de responsabilidad política porque, ahora que está tan de moda hablar de ello, quizá haya que recordar que responsabilidades políticas no las tenemos sólo los políticos —es decir, los que ocupamos cargos electivos—, sino todos aquellos que actúan en el seno de la sociedad esgrimiendo sus derechos, ejercitándolos y, por tanto, condicionando la aplicación real de los derechos y obligaciones de los demás. Tuvo que ser el Tribunal Constitucional, en 1984, y precisamente hoy la Audiencia Nacional, con el fallo referente a las obligaciones de información sobre operaciones de seguros, los que fueran, una vez tras otra, dejando claro que el derecho a la intimidad no encuentra razón para sobreponerse a las exigencias de información necesarias para garantizar el cumplimiento de las obligaciones tributarias de los ciudadanos de acuerdo con su capacidad económica. El problema es que ni nuestra Audiencia Nacional ni nuestro Tribunal Constitucional podrán imponer iguales obligaciones al sistema financiero luxemburgués.

Capacidad del Estado para suministrar servicios

La tercera función de la política fiscal es suministrar bienes y servicios públicos que el mercado no es capaz de producir. Aquí la gran pregunta es saber si la política fiscal en España genera suficientes recursos para la producción de estos bienes y de estos servicios públicos, y si esta producción es eficiente. Por mucho que confiemos en la eficacia del mercado, tenemos también que reconocer que la calidad de vida depende fundamentalmente de

bienes que no se compran ni se venden: la seguridad, la correcta administración de justicia, unos transportes colectivos bien organizados, una educación garantizada y una igualdad frente a la vejez y la enfermedad son productos que el mercado suministra mal, y que en algunos casos está intrínsecamente incapacitado para hacerlo. En cambio, la calidad de vida dependerá, cada vez más, de la capacidad que tengan los poderes públicos para suministrar estos bienes que consumimos todos los días; para acometer inversiones tanto más irrenunciables cuanto que la productividad de muchas inversiones públicas en España es hoy probablemente muy alta, más que muchas de sus alternativas. Sin olvidar que la estabilidad económica de un país depende, en buena medida, de que los poderes públicos puedan neutralizar las tensiones sociales resultantes de desiguales distribuciones de la renta.

Para ilustrarlo, baste con un dato: en 1982, las administraciones públicas españolas, cuando llegó al poder el PSOE, habían administrado, neto de intereses de la deuda, el 37 por 100 del producto nacional. Cifra de gasto público, neto de interés, que no debe confundirse con la presión fiscal. En 1989, otra vez neto de intereses de la deuda, las administraciones públicas han dispuesto del 38,5 por 100 del producto nacional. Eso quiere decir que entre 1982 y 1989 las administraciones públicas españolas han aumentado su capacidad para producir bienes y servicios públicos y redistribuir la renta en 1,3 puntos del PIB. En esos términos hay que medir el incremento real de la capacidad financiera para producir bienes colectivos de la que han dispuesto las administraciones públicas a lo largo de estos últimos siete años.

Es ciertamente relevante preguntarse si con esos 1,3 puntos más del producto nacional es posible hacer frente, de forma suficiente y eficiente, a lo que Felipe González ha llamado recientemente «las tres universalizaciones»: la universalización de la educación, lo que supone que ésta es la primera generación de niños españoles que habrán ido todos a la escuela; la universalización de la sanidad, y la universalización de las pensiones. Es posible que la respuesta sea negativa, porque el esfuerzo fiscal que ha hecho el país ha estado fundamentalmente destinado a un esfuerzo de saneamiento financiero de sus empresas públicas y de la forma de financiar sus déficit públicos, lo que ha absorbido casi cuatro puntos del PIB. Así, mientras que la capacidad de suministrar bienes que el ama de casa percibe como contrapartida a su esfuerzo tributario se ha limitado a esos 1,3 puntos del producto nacional, el sistema fiscal ha revolucionado

su demanda al sistema financiero, creando un mercado de deuda pública, inexistente en 1982, a través del cual se generan rendimientos financieros por un importe de más de tres puntos del PIB.

Aquí es donde entran en contradicción las exigencias del ajuste, las exigencias del rigor, las exigencias de la política fiscal como instrumento básico de la regulación económica, que obliga a una moderación en el gasto, con las exigencias de la política fiscal como instrumento de desarrollo social de un país, de equilibrio entre sus agentes y de provisión de lo que requiere una sociedad de corte europeo; es decir, dotada de servicios públicos y de un sistema de protección social universales.

Al mismo tiempo que nuestro sector público se sitúa en esta dimensión, el europeo medio ve cómo sus administraciones públicas gestionaron, en 1989, el 50 por 100 del PIB, lo cual marca una clara diferencia entre lo que nuestros socios son capaces de ofrecer desde el sector público y lo que nosotros, desde nuestra brevísima historial fiscal, hemos sido capaces de construir, y que se enfrenta ahora a los nuevos elementos de crisis del sistema fiscal.

TRES ELEMENTOS DE CRISIS DEL SISTEMA FISCAL

Si antes he hablado de algunos elementos de la crisis del sistema financiero, quisiera ahora referirme a tres elementos de crisis del sistema fiscal: *crisis de solvencia, crisis de valores, crisis de aplicabilidad*.

En primer lugar, *una crisis de solvencia*, porque la evolución de los déficit públicos desde la mitad de la década de los setenta ha demostrado la falta de elasticidad del sistema tributario para suministrar los recursos necesarios para financiar los gastos públicos que respondían a demandas sociales o a actuaciones compensatorias de la crisis económica. En el caso español, la coexistencia en el tiempo de la crisis energética de 1973 con la crisis política de 1975 hace que la hacienda pública entre no en bancarrota, pero sí en barrena; de forma que a finales de 1982 estamos ya en un déficit de casi seis puntos del PIB, que alcanza un pico en 1985 rozando el 7 por 100.

La crisis de solvencia del sistema fiscal se produce porque éste no es capaz de obtener la financiación necesaria para hacer frente a las demandas que recibe el poder político y que considera, acertada o equivocadamente, necesario satisfacer. Hoy, la sociedad española se ha olvidado de esta

factura que tiene comprometida con su pasado, y no se quiere acordar del decenio de amplios déficit públicos que generó, que nos han dejado un volumen de deuda que, sin ser todavía muy alta con respecto a los estándares europeos, sí lo es con respecto a la capacidad de nuestro sistema tributario.

El segundo elemento es una *crisis de valores*. El individualismo ha llegado a España dentro de la ola individualista y neoliberal que ha barrido el mundo occidental, incrementando la falta de conciencia colectiva típica de nuestra historia, el rechazo social a la progresividad impositiva y la quiebra constitucional con respecto a la tributación de la familia.

Ahora estamos buscando afanosamente el consenso político en torno a la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta, pero hay que recordar que el consenso político no es garantía de constitucionalidad. La historia se ha encargado de demostrarlo, porque los mismos 350 diputados que votaron en el mes de noviembre de 1978 la Ley de Renta votaron, quince días después, la Constitución. Ninguno de los 350 diputados pensó que esa Constitución era incompatible con esa Ley, y durante los diez siguientes años ningún partido político interpuso ningún recurso de inconstitucionalidad. Mayor consenso que en 1978 no creo que podamos conseguir. Sin embargo, a pesar de ese consenso masivo, y a pesar de una aceptación absoluta de la idea de la familia como sujeto pasivo del impuesto, esa Ley resultó ser inconstitucional. Por tanto, permítanme que deba ser cauteloso acerca de los que opinan —más que opinar, pontifican— que tal o cual solución es o no es inconstitucional, y que tengamos todos que asumir el riesgo de esperar que en su día se pronuncie el Tribunal Constitucional, que es el único que puede decir si lo es o no lo es. Por eso, no me parece mal que la nueva Ley de Renta no entre en vigor hasta que, en su caso, se hayan podido resolver por el Tribunal Constitucional los posibles recursos que algún grupo político ya ha anunciado.

El tercer elemento es una *crisis de aplicabilidad*. Esta crisis, que se deriva de la internacionalización, nos vuelve a llevar a la pregunta: ¿es posible gravar el capital en el contexto financiero mundial hacia el que nos dirigimos? ¿Estamos dispuestos, en todos los países, a aceptar perder la neutralidad funcional del impuesto y, a través de ella, a perder la equidad y la eficacia para mantener la neutralidad geográfica?

Recientemente, el Ministro de Hacienda de Bélgica manifestó, en las reuniones de Bruselas, que su país se había visto obligado a aplicar una reten-

ción liberatoria del 10 por 100 sobre los rendimientos de las obligaciones y depósitos bancarios, porque el 10 por 100 era el coste friccional de mantener esos depósitos o invertir en obligaciones en Luxemburgo. Nos explicaba también que, en cambio, los dividendos siguen sometidos plenamente al impuesto sobre la renta; una barbaridad desde el punto de vista de la neutralidad funcional y desde el de la neutralidad fiscal de los diferentes productos financieros, que no tiene más que una explicación: los dividendos emigran menos que los intereses, porque quien los produce está mucho más anclado en el territorio. Este ejemplo muestra claramente cómo, para preservar la neutralidad geográfica, estamos sacrificando toda la neutralidad funcional y, a través de ella, la equidad en el tratamiento de las distintas rentas.

Este último elemento de crisis del sistema fiscal merece una reflexión retrospectiva, porque está especialmente relacionado con la evolución del sistema financiero, y nos lleva a recordar lo que podemos llamar el gran triunfo del mercado sobre los estados que se ha producido entre 1961 y los años más recientes. A principios de los sesenta, el sistema financiero internacional empezaba a estar profundamente exasperado por la multiplicación de las reglamentaciones administrativas que trataban de controlar su actividad, tanto en Estados Unidos como en Francia y Japón, hasta que llegó la gota que desbordó el vaso, cuando, en 1961, Estados Unidos estableció la famosa regulación «Q», que limitaba la libertad de los banqueros para retribuir sus depósitos. Entonces surgió una de esas ideas dignas del «huevo de Colón»: si es tan difícil trabajar con dólares en Nueva York y con yenes en Tokio, ¿por qué no trabajamos con dólares en Tokio y con yenes en Nueva York?

Así nacieron las euromonedas y los euromercados. Una vez que esta idea fue desarrollada con el impacto de la crisis de los petrodólares, empezó la gran expansión de ese mercado desregulado y desregulador, apátrida, que pasó, en veinte años, de una talla de cero a una talla de dos billones de dólares; es decir, ocho veces el volumen de las reservas de cambio de todos los países industriales. El siguiente paso fue instalarse en las Bahamas, con lo que este mercado financiero internacional, a partir de ese momento, no fue más que una masa de capitales que se desplazan a la velocidad de la luz, buscando una décima más de rentabilidad o guiados por una expectativa de apreciación o depreciación de los tipos de cambio. Ello condujo a una gran «desregulación», cuyo uso y abuso en la época de Reagan ha llevado a la crisis del actual sistema financiero americano. Pero, con

excesos o sin excesos, lo que era cierto es que no había elección posible: o uno se sometía a las reglamentaciones de su Estado, y en ese caso no era competitivo, o se liberaba de ellas, y en ese caso se sumaba a ese mercado «caliente», mercado que impuso su ley a los estados hasta que, poco a poco, éstos acabaron rindiéndose, cuando en 1986 Estados Unidos abolió la famosa regulación «Q». Pero el mal ya estaba hecho.

¿Es posible gravar esos capitales apátridas e infinitamente móviles? ¿Es posible administrar un IVA sin fronteras? Posible lo es, porque tenemos el caso del País Vasco y Navarra, que son dos haciendas distintas que no están separadas por una frontera fiscal. Pero si es posible es porque nos intercambiamos información; si no nos intercambiásemos información, sería imposible verificar que el IVA de la factura que descuenta a la hacienda central una empresa que presumiblemente lo ha pagado a otra localizada en Navarra realmente ha sido pagado a ésta. Alguna experiencia tenemos recientemente que demuestra que no todas las facturas se corresponden con transacciones realmente efectuadas. Pero si no nos intercambiásemos información, ni sería posible gestionar un IVA por haciendas distintas sin fronteras fiscales ni sería posible gravar el capital financiero.

Pero, una vez dicho esto, a continuación hay que constatar la realidad, que es la única forma de hacer una política sensata y posible. La realidad es que los hombres, como mucho, nos movemos a la velocidad del sonido (cuando cogemos un avión), pero el capital se mueve a la velocidad de la luz, porque basta apretar una tecla de ordenador para hacer aparecer en Copenhague lo que ayer estaba en Barcelona. Cuanto más móvil es un factor, más fácilmente escapa al impuesto. Y hoy el capital es más móvil que el trabajo, y por eso le resulta más fácil escapar al impuesto. Esto es una realidad técnica, algo como la ley de la gravedad; no puede negarse ni valorarse moralmente. La ley de la gravedad no tiene valor moral, simplemente existe y actúa.

Frente a esta situación, es evidente que los estados, que crearon el mercado apátrida de capitales, tienen hoy también la obligación de coordinarse políticamente si no quieren minar las bases, no ya de una economía sólida y eficiente, sino incluso de la democracia. ¿Cómo es posible imaginar una sociedad donde el capital escape a toda imposición y donde los estados, sometidos a la presión de las necesidades sociales, obtengan sus recursos única y exclusivamente del factor trabajo? Tarde o temprano habrá un acuerdo internacional que con-

siga evitar esta situación, y no creo que esté pidiendo una utopía, porque ya hay un precedente. Hubo otra época en la cual la anarquía de los mercados financieros conducía al mercado hacia una solución de tipos de interés cero. Aunque parezca imposible, así fue. El desequilibrio entre demanda y oferta de capitales conducía, por exceso de ahorro, a una situación de tipos de interés cero en los mercados internacionales, y se creó un consenso en los países de la OCDE que permitió establecer niveles mínimos en los tipos de interés que tenían que ser respetados en los créditos internacionales.

Ahora nos hace falta un nuevo consenso para establecer la imposición mínima sobre rendimientos del capital si no queremos minar las bases mismas de la convivencia, que ha superado el antagonismo sociológico entre capital y trabajo, encontrando un camino de consenso y concordia entre esos factores, protagonistas de un siglo de discordias civiles. Puede ser que ahora estemos asistiendo, quizá sin darnos cuenta, a un proceso que pone las bases de un nuevo antagonismo que, tarde o temprano, generará una nueva lucha de clases si no se pone remedio a esta situación.

LOS PROBLEMAS PRESENTES

Desde la perspectiva de las relaciones entre el sistema financiero y el sistema fiscal, tres me parecen ser los problemas estructurales más relevantes del sistema fiscal: la *relación entre ahorro y fiscalidad*, las *demandas de «regularización fiscal»* y la *descentralización territorial* en las tomas de decisiones de política fiscal, como consecuencia de la desagregación de las políticas fiscales entre las distintas instituciones españolas, entre el Estado central o entre la Administración central del Estado y las comunidades autónomas.

La fiscalidad y el ahorro

Tenemos planteados hoy en nuestro país una serie de problemas relativos a la tributación del capital, en ese contexto de internacionalización al que antes me he referido, que conducen a una polémica, a veces técnica y a veces política, sobre la fiscalidad del ahorro y sobre la relación que pueda haber entre ahorro y presión fiscal.

El tema de la fiscalidad del ahorro, o del impacto de la fiscalidad sobre el ahorro, constituye el núcleo de la interacción entre el sistema fiscal y el sistema financiero. El ahorro es la materia prima del sistema financiero, y todo sistema productivo

quiere tener las materias primas más baratas posibles. La fiscalidad de los rendimientos del capital es un elemento que encarece la materia prima del sistema financiero. Algunos piensan incluso que impide que se produzca esta materia prima. Este es un tema absolutamente complejo, lleno de matices, donde habría que intentar huir de las simplificaciones abusivas, o de las tesis preconcebidas, y hacer todo el esfuerzo intelectual posible para tratar de explorar una relación sobre la que se han escrito ríos de tinta y sobre la que, hoy por hoy, los economistas, como tales, no podemos pronunciarnos de una forma determinante en uno u otro sentido, como creo que se deduce de la lectura de los estudios de prestigio internacional al respecto.

El Ministerio de Economía y Hacienda, preocupado por este problema, ha encargado una serie de trabajos sobre los cuales quisiera adelantarles algunos elementos de referencia. Lo primero que hay que reconocer es que la tasa de ahorro en España ha tenido una evolución ascendente en los últimos años. El ahorro de la economía española no disminuye, como podría parecer según algunas opiniones, sino que aumenta, incluso de forma notable, si se le compara con la evolución en otros países. La tasa de ahorro de la economía española era del 25 por 100 del producto nacional en 1964, y en 1989 ha sido del 27,7 por 100. Por tanto, en el largo plazo, casi un cuarto de siglo, se ha mantenido entre el 25 y el 22 por 100 del producto. Pero si miran la historia corta, verán que el punto más bajo de la tasa de ahorro española se produce en 1982, y que desde entonces hasta ahora la tasa de ahorro bruto de la economía nacional no ha hecho sino subir. En 1982 alcanza su punto más bajo, el 18,8 por 100, habiendo llegado a perder siete puntos con respecto a 1964. Desde entonces, sube desde el 18,8 hasta el 22,7 por 100; así pues, hemos asistido a casi una década (1981-89) de crecimiento de la tasa de ahorro de la economía nacional, que es lo que realmente impone una restricción a la actuación de la política fiscal y lo que realmente condiciona el esfuerzo inversor del conjunto de la economía.

Naturalmente, es necesario estudiar la desagregación de este ahorro entre ahorro público y ahorro privado, y la desagregación del ahorro privado entre ahorro familiar y ahorro empresarial. Esta última desagregación es muy difícil de hacer; existen problemas de medición e incluso de definición del fenómeno, porque las familias son propietarias de las empresas, y a veces son ellas mismas los empresarios. Si nos referimos a la tasa de ahorro privado medida en términos de la proporción de la renta disponible del sector privado que es ahorra-

da, observamos que, en ese cuarto de siglo, su estabilidad es muy notable. Estamos ahora en el 24,1 por 100, y se ha mantenido en el entorno del 25 por 100 a lo largo de casi veinticinco años.

Basándonos en los estudios que el Ministerio de Economía y Hacienda ha efectuado, por medio de análisis sin ninguna posición *a priori*, creemos deducir que la presión fiscal ha podido influir en el ahorro familiar, provocando, sobre todo, una transferencia de capacidad de ahorro entre familias y empresas por el desplazamiento de ahorro desde el sector privado familiar al sector privado empresarial. Sin embargo, no parece que en España —como tampoco parece que haya ocurrido en otros países— tengamos un impacto significativo de la presión fiscal sobre la tasa de ahorro privado. Sobre la tasa de ahorro familiar seguramente influyen factores de muy difícil medición —tales como la demografía, la desinflación, las expectativas de mayor renta y los cambios en los hábitos socioculturales—, cuyo efecto puede ser más determinante que el de la rentabilidad neta del ahorro. Por ello, el Ministerio de Economía y Hacienda, aquí como en otros países, sigue pensando que la mejor forma de aumentar la tasa de ahorro nacional es aumentando la tasa de ahorro público. En todo caso, es importante insistir en que la recuperación de la tasa de ahorro público se ha efectuado sin afectar negativamente a la del sector privado.

La regularización fiscal

El segundo tema que hace referencia a los problemas financieros y fiscales de nuestro país lo constituyen las demandas de «regularización» fiscal, concepto en torno al cual se ha tejido una serie de disquisiciones semánticas que inducen a la confusión. Seguramente, en este momento, no acaba de distinguirse adecuadamente lo que es una «regularización de balances» de lo que es una regularización por afloración de activos ocultos o de rentas que han escapado a la tributación, y de lo que se suele llamar una amnistía, en el sentido de perdón de las cuotas tributarias. Es un gran tema de la sociedad española, que viene condicionado, entre otras circunstancias, por la existencia de productos financieros atípicos con respecto a la filosofía de la reforma de 1978, aunque quizá no tan atípicos con respecto a las prácticas financiero-fiscales de otros países, con los cuales, por cierto, nos queremos homologar. El debate, que está en la calle, y que debiera estar en el Parlamento, debe responder a una situación real de nuestra economía. No puedo por menos de repetir las ideas que el Ministro de Economía y Hacienda expuso en las Cortes, cuando dijo que si esa demanda responde

a la existencia de un problema en la economía nacional, debe ser debatido por quien puede hacerlo, que son los legisladores, a partir de las iniciativas de los grupos parlamentarios que han manifestado su preocupación por este problema, y que han condicionado su participación en el debate de la nueva Ley del IRPF a que se tomen en consideración sus inquietudes y propuestas. Que las hagan, pues las escucharemos con mucha atención.

Cuando se estudian las experiencias internacionales que se han producido en este terreno, es revelador observar que este tipo de prácticas se dan con alguna frecuencia en el mundo occidental. En los años ochenta, más de la mitad de los estados americanos de la Unión han ofrecido, en uno u otro momento, una posibilidad excepcional de regularizar situaciones fiscales. Hay, por lo menos, cuatro países europeos que lo han hecho en esta década, y finalmente hay algunos países sudamericanos que lo hacen cada par de años. Lo realmente importante es distinguir que unos y otros hacen cosas distintas bajo la denominación común de un proceso de «regularización», con procedimientos, objetivos y resultados bien distintos.

Pero lo que creo que es significativo observar en estos casos es que lo que básicamente han hecho, la mayor parte de las veces, países a los que a uno le gustaría que España se pareciera en la seriedad y solidez de sus prácticas administrativas y del respeto a las Leyes es instaurar, por un período transitorio y limitado, lo que en España conocemos como declaraciones complementarias. Es decir, la posibilidad de pagar hoy los impuestos que no se pagaron ayer, sin incurrir por ello en ninguna clase de penalización, pero sin obtener ninguna minoración de la cuota adeudada. Si eso es lo que se entiende en el mundo occidental por regularización o por la posibilidad de ponerse a bien con Hacienda, como se suele llamar en el lenguaje coloquial, entonces no hay que hacer nada distinto de lo que hay, porque esta posibilidad existe, y a veces es utilizada masivamente, como ha ocurrido en los episodios de primas únicas y cesiones de créditos.

Pero supongo que lo que se está tratando de plantear es, sin duda alguna, una cuestión distinta, que no se llega a formular. Pues bien, tiempo habrá para que en el debate parlamentario de la Ley de Renta, o de la Ley de Presupuestos, o de cualquier otra norma, la sociedad española analice el problema que parece tener, y que va a constituir, sin duda, un punto de fricción, quizá un punto de solución, o por lo menos de encuentro, entre las situaciones financieras y las situaciones fiscales de todos los contribuyentes.

La descentralización fiscal del Estado

Dedicaré los últimos párrafos de este trabajo a referirme brevemente al problema que he llamado antes de la «desagregación» de la política fiscal a distintos niveles políticos en nuestro país.

Como consecuencia de la descentralización fiscal del Estado, vivimos en un país donde dos terceras partes de la inversión pública no las hace el Estado central, sino las comunidades autónomas y los ayuntamientos. La inversión pública es un instrumento fundamental de la política económica, pero hay que saber que dos terceras partes de ese instrumento están en manos de las comunidades autónomas y las corporaciones locales. Sólo una tercera parte es todavía administrada por el Ministro de Economía y Hacienda, que cree que es el responsable de la política económica —y lo es—, pero sólo dispone de un tercio de ese instrumento fundamental que es la inversión pública.

Desde otra perspectiva, la del déficit público, también es muy importante señalar que si las cosas van como prevemos, en 1991, aproximadamente el 50 o el 60 por 100 del déficit público total será un déficit producido en las administraciones territoriales, es decir, corporaciones locales y comunidades autónomas.

Si a eso sumamos la posibilidad de establecer iniciativas legislativas que pueden distorsionar las condiciones en las que se desarrolla la vida fiscal de las empresas, a través de la adopción de decisiones trascendentes en materia fiscal (como puede ser la actualización de los valores de los activos registrados contablemente), resulta que nuestro país se encuentra en una tesitura compleja —que, tarde o temprano, tenía que manifestarse— como consecuencia de la contradicción que existe entre las cesiones de soberanía a Bruselas, por una par-

te, y el desarrollo de la autonomía financiera de las comunidades autónomas, por otra.

No es de extrañar que se produzca una situación en la cual el ejercicio de esta autonomía financiera pueda entrar en colisión con la unicidad de la política económica de un país, y no ya siquiera de un país, sino del conjunto de doce países. En esas coordenadas, en la capacidad que tengamos, dentro de la vieja piel de toro, de ponernos de acuerdo con sensatez y serenidad, estableciendo limitaciones al ejercicio de los derechos de algunos (o lo que algunos creen que son sus derechos) para conseguir una homogeneidad y una coherencia de la política económica, y más allá de los Pirineos, entre Gibraltar y Copenhague, para conseguir acuerdos que permitan repartir las cargas tributarias con justicia y eficiencia entre todos los contribuyentes, es donde nos vamos a jugar el destino de esa Europa en la que nos queremos integrar.

Una Europa que se caracteriza por tres circunstancias que los españoles siempre hemos deseado: un alto nivel de desarrollo económico y de bienestar; unas libertades democráticas reconocidas y ejercidas, y un alto nivel de protección social. Esas tres características son las que diferencian a Europa de otras partes del mundo, que a veces tienen dos de las tres, pero que, por no tener las tres, no son lo que a nosotros nos gustaría ser.

Ojalá que el sistema financiero y el sistema fiscal sean capaces de trabajar conjuntamente en la construcción de un mundo caracterizado por esas tres virtudes.

NOTA

(*) Texto revisado de la conferencia de clausura de las IX Sesiones de Trabajo de Tesorería, pronunciada en Pamplona en noviembre de 1990.

CLAUSURA DE LAS IX SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA

Gabriel URRALBURU TAINTA

Serán mis palabras necesariamente breves y, en primer lugar, de saludo a todos los que han participado en estas IX Sesiones de Trabajo de Tesorería que han organizado la Fundación FIES y la Caja de Ahorros de Navarra. Quiero también agradecer su trabajo a los que han participado como ponentes o moderadores en las sesiones, particularmente al señor Secretario de Estado, del que me consta que tenía algunas otras obligaciones que ha tenido que eludir para poder acompañarnos en este acto de clausura.

De su intervención, que, como siempre, es una intervención que tendremos que interpretar, porque no es fácil profundizar en directo en todo lo que nos ha dicho, yo me atrevería a deducir algunas conclusiones, que espero puedan ser comunes a todos los que aquí nos reunimos y que en alguna ocasión todos probablemente nos habíamos planteado.

La crisis de los años setenta y ochenta en los países industrializados reabrió el debate sobre el tamaño, la dimensión y el propio papel o función del sector público. Durante esa crisis, los países de economía mixta aplicaron, por lo general, medidas tendentes a la reducción del papel del Estado como empresario. Al mismo tiempo se replantearon con mayor rigor la eficiencia del sector público, particularmente en los denominados estados del bienestar. Los servicios que tradicionalmente venían prestando las administraciones públicas en salud, educación, servicios sociales, orden público, justicia, etc., fueron analizados atendiendo con mayor interés la relación coste-beneficio de los mismos.

La razón de esta revisión venía originada por la comprobación de que el sector público carecía inevitablemente de la flexibilidad necesaria para reaccionar al fuerte *shock* que en las economías desarrolladas había producido la crisis energética. Y es

que, como sabemos bien todos los que tenemos alguna responsabilidad en el sector público, los compromisos de gasto de las administraciones —particularmente de gasto corriente— son de difícil elusión, es decir, no pueden reducirse ni, en la mayoría de los casos, evitar su crecimiento progresivo.

La tendencia repetitiva de incremento del gasto se origina, por una parte, a causa de las demandas sociales de los beneficiarios y, por otra, en razón de que los propios gestores del gasto tienden a conservar y a incrementar el volumen de éste en cada uno de los órganos que gestionan.

Superada la crisis económica, no obstante, el debate o la reflexión sobre la dimensión y la eficiencia del sector público sigue preocupando a los responsables de los gobiernos. Por una parte, se reconoce que en el sector público siguen existiendo despilfarros en el gasto. Me atrevo a recordar dos ejemplos que, aunque de apariencia anecdótica, ilustran bien lo que quiero decir. En la década pasada, el gobierno sueco informaba al Parlamento de la necesidad de recortar determinadas partidas de gasto, entre las cuales se encontraba una que financiaba la siega de praderas para hacer más suave la visión del paisaje. En el mismo período, el gobierno belga consideró como un despilfarro la iluminación de todas sus autopistas durante la noche.

Pero esa tendencia inercial del gasto público ha generado otros problemas que, igualmente, han preocupado a los estados. Nos referimos a las consecuencias negativas que para las sociedades avanzadas (con un alto nivel de protección social) han tenido determinados programas de gasto en subsidios, prestaciones sociales, etc. No pocos programas de gastos sociales, que en su origen venían a satisfacer necesidades sociales razonables, han contribuido, por su carácter permanente

e inercial, a generar en determinados grupos de población la cultura o hábito del parasitismo social.

La dependencia permanente del Presupuesto público desincentiva la búsqueda de empleo y genera en determinados colectivos una conducta social contraproducente. Al mismo tiempo, en las sociedades en las que se han producido estos fenómenos sociales se ha instalado, en una buena parte de la población, cierto sentimiento de impotencia en relación al peso excesivo y a la eficacia final de la presión tributaria que se soporta.

A pesar de todo, y aun tomando en consideración que nuestro sector público es de una dimensión significativamente menor que la media de los de nuestros socios comunitarios, nos debemos plantear también lo que antes se apuntaba: cuál es la mejor manera de contribuir, desde la situación actual del sector público en España, para que no rebasemos, no sólo en dimensión —que parece evidente que no lo hemos hecho—, sino tampoco en la ineficacia del gasto, los límites que se reconocen rebasados en algunos de los estados del bienestar.

Se apunta como necesario que ese proceso tenga que referirse —además de a la Administración central, responsable de garantizar la marcha general de la economía— también a las administraciones autonómicas y municipales, para que éstas no

hagan lo contrario de lo que resulta necesario en términos generales.

Parece también que estamos a tiempo de responder a lo que hay en el fondo de todo este debate en una sociedad que se quiere dinámica y socialmente integrada: ¿cuánto sector público? ¿cuánto poder público? ¿cuánta sociedad? No me exigirán ustedes que yo dé respuesta a estos interrogantes, que son de los más importantes que todas las sociedades modernas se plantean.

Lo único que hoy podemos avanzar como respuesta es la necesidad de ser extraordinariamente prudentes en relación al incremento del gasto público y, al mismo tiempo, de vigilar con todo rigor la eficacia económica y social de cada uno de los programas. Estamos a tiempo, todavía, de evitar a nuestro país los problemas graves que otros vienen soportando. Para ello, el conjunto de las administraciones públicas debemos compartir el diagnóstico y abordar las soluciones de común acuerdo.

Seguro que mis reflexiones no han introducido ninguna novedad significativa. No he querido con mis palabras otra cosa que poner el punto final a las más sabias e interesantes ideas que nos ha transmitido el señor Secretario de Estado. Sin más dilación, no me resta otra cosa que declarar clausuradas estas Sesiones, agradeciéndoles de nuevo su asistencia.

**LISTA DE ASISTENTES
A LAS IX SESIONES
DE TRABAJO DE TESORERIA**

Abellá Mascarilla, José. Caja de Ahorros de Tarrasa.
Agudo Torrego, Adolfo. Caja de Ahorros de Salamanca.
Alarcón Yuste, Salvador. Lloyds Bank.
Alcañiz Zapatero, Alejandro. Albrim.
Alierta, César. Beta Capital.
Alvarez Carlon, Ignacio. F. & G. Inversiones bursátiles.
Alvarez Carretero, Angel. Caja Rural de Zamora.
Alvarez Ruza, Alberto. Summaxdeal, S. A.
Alvarez Sánchez, Antonio. Corban.
Amengual Soria, José. Banco Atlántico.
Antelo Buján, Francisco. Banco Central.
Antón Rodríguez, José Luis. All Trading Dinero, S. A.
Antón, José Antonio. Fundación FIES.
Arenillas Lorente, Carlos. Corretajes e Información Monetaria.
Argüelles Montes, José Luis. Summaxdeal, S. A.
Arlabán Esparza, José Manuel. Caja Ahorros Navarra.
Asiáin, José Antonio. Gobierno de Navarra.
Aspachs Alegre, Xabier. Banco de Sabadell Multibanca.

Badal Barrachina, Manuel Juan. Caja de Ahorros Inmaculada.
Baena del Pino, Francisco Fernando. Summaxdeal, S. A.
Barnuevo Vigil de Quiñones, Javier. Corporación Financiera Hispamer.
Bataller López, Francisco. Banco de Santander.
Beato Fernández Casanova, Manrique. Mitsubishi Bank.
Benito, Carmen de. *Master* en Mercados Financieros.
Boshen, Jette. Banco Bruxelles Lambert.
Borrell, José. Ministerio de Economía y Hacienda.
Bruguera, Fernando. Banco de España.
Busóm Ferrer, Manuel. Banca March.

Cañellas Fornes, Francisco Javier. Caja de Ahorros de Baleares.
Cadahia Casla, María del Mar. Corretajes e Información Monetaria.
Cádiz Jiménez, Caridad. Banco Español de Crédito.
Calavia Báez, José Antonio. Westdeutsche Landesbank Girozentral.
Calles Gregorio, Félix. Caja de Ahorros de Vigo.
Candylaftis, Francis. Banco Indosuez.
Casas Chinchurreta, Pablo. Iberduero.
Castro Capón, Julio de. Sindicato de Banqueros.
Cavalle Miranda, Juan. Banco de la Pequeña y Mediana Empresa.
Colinas Jiménez, Juan Carlos. Banco Pastor.
Conthe, Manuel. Ministerio de Economía y Hacienda.
Cortina García, Antonio. Banco Español de Crédito.
Cuenca García, José. Caja de Ahorros de Murcia.
Cuervo Arango, Carlos. Banco Español de Crédito.

Diego, Angel de. Banco de España.
Domínguez, Juan Ramón. Money Market.

Echarri, José Luis. Fundación FIES.
Echevarria Bilbao, Maite. Caja Rural Vasca.
Eguizabal Izaguirre, Miguel. Caja de Ahorros de Guipúzcoa.
Ekker, Gilsbreght. Pierson, Heldring & Pierson NV.
Escribano Aparicio, Gregorio. Banco de Inversión y Servicios Financieros.
Escribano López, José Miguel. Bilbao Vizcaya Kutxa.

Eseverri Oharriz, Elena. Caja de Horros de Navarra.
España Lacalle, Antonio. Caja de Ahorros de Valencia.
Espinilla Rodríguez, Angel. Banco de Santander.

Fanjul Santos, Francisco. Banco Herrero.
Fanjul, Oscar. Repsol.
Fernández de Castillejo Caja, Alicia. Banco de Crédito Industrial.
Fernández Guillén, Marcial. Caja Rural de Asturias.
Fernández Maqueijra, Rafael. Finacor España.
Ferrando López, Octavio-Alfonso. Mitsui Tayo Bank.
Ferrer, Javier. Capital Markets.
Ferrerías Gamazo, Enrique. All Trading Securities, S. A.
Filoso Fernández, Francisco Javier. Banco Español de Crédito.
Fuentes Landa, Carlos. Ibercaja.
Fuentes Quintana, Enrique. Fundación FIES.
Fueyo Bros, Abelardo. Banco Exterior de España.
Fustero Pescador, Carlos. Ibercaja.

Gallastegui Arizmendiarieta, Javier. Caja Laboral Popular.
Gallego Chamorro, Mar. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
García Alcaraz, José. Caja de Pensiones y Ahorro de Barcelona.
García Cebrián, Raimundo. Caja de Ahorros Inmaculada.
García de Bernado, Bernardo. Caja de Ahorros de Navarra.
García Illanes, José. Banco Arabe Español.
García Lezana, Margarita. CORBAN.
García Merchán, Jaime. Ahorro Corporación Financiera SVB.
Garzón Vega, José Luis. Banco del Progreso.
Gil, Gonzalo. Banco de España.
Gil Pinillos, María Teresa. Caja Rural de Navarra.
Goicoetxea Galarza, María Carmen. Diputación Foral de Vizcaya.
Gómez Sánchez, José Miguel. Corredor de Comercio.
Gómez Santamaría, Juan María. REIT, S. A.
Gómez Somoza, Ramón. Caja de Ahorros de Galicia.
González Aparicio, Luis Fernando. Banca Nazionale del Lavoro.
González Calaveras, Miguel Angel. Caja Rural del Duero.
González de Aguilar, Alvaro. Gestión Monetaria y de Mediación.
Guerra Moro, Antonio. GBI Agencia de Valores.
Guerra Segura, Montserrat. INTERDIN.
Guimera Mugarza, Mercedes. Banco Bilbao Vizcaya.

Helguera Beltrán, Carmen. Banco Inversión.
Henares Almansa, Angustias. Caja Rural de Granada.
Hernández Díaz, Eugenio. Eurofinanzas.
Hontoria Gaya, Marisa. Abogada.
Huerto Casado, José Luis del. Banco Zaragozano.

Ibáñez Martínez, Fernando. Banco Zaragozano.
Iglesias Souto, Vicente. Finampostal

Jaén, Federico. Corretajes e Información Monetaria.
Jiménez Blázquez, Margarita. Algemene Bank.
Jiménez, Alfredo. Banco Natwest.
Juanes de Toledo, Beatriz. Corretajes e Información Monetaria.

Lama, Arturo de la. Banco Bilbao Vizcaya.
Lara Fernández, Bienvenido. Banco de Santander.
Larrad Cuadrillero, María Pilar. Caja Postal de Ahorros.
Lázaro Salamanca, Carlos. Banco Popular.
Lerena, Luis Angel. Banco Bilbao Vizcaya.
Llano Cifuentes, Ignacio. Ficambio Mercado Interior.
López Gallego, José. Caja de Ahorros de Burgos.
López Martín, Concepción. Banco de Crédito Industrial.

López Montoya, Isabel. Banco de España.
López Rubio, Pilar. Caja Rural de Granada.
López Zaballós, Jesús. Caja de Pensiones y Ahorro de Barcelona.
Lucio López, Manuel. Banco de Santander.
Lugo Viana, Ricardo. Banco de Madrid.
Luis de la Hera, José María. Banco de Santander.

Mancera Mayor, Rafael. Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla.
Martín Navarro, Francisco. Caja de Ahorros de Almería.
Martínez Aguinaga, Francisco. Caja de Ahorros Municipal de Pamplona.
Martínez de la Torre, Antonio. Caja Rural de Valencia.
Martínez Irigaray, Ramón. Instituto Bancario San Paolo di Torino.
Masanes Torra, José. Caja de Ahorros de Manresa.
Mechén Cepeda, Ramón. All Trading Securities, S. A.
Mendoza Buendía, Jesús. Banco Urquijo.
Mestre Bazo, Miguel Angel. Caja de Ahorros de Galicia.
Mestre Morillas, Francisco Javier. Capital Markets.
Moreno Agulló, Pedro. Commerz Bank.
Moreno Campos, José Luis. Banco Central.
Mota Almeda, José María. Banco Santander de Negocios.

Nakamura, Tazuko. Sumitomo Bank.
Navas, Ignacio. BBV Interactivos.
Nicol Roes, Nathalie Catherine. Barclays Bank.

Ortega, Raimundo. BBV Interactivos.
Ortiz-Tallo Alarcón, Mónica. BBV Interactivos.
Otegui Oreja, Santiago. BANKOA.

Padrón Jares, José Luis. Banca Finesor.
Páramo Marijuán, Inocencio. Caja Rural de Burgos.
Patiño Cebrián, Carlos. Banco Vasconia.
Penas Babot, Carlos. Caja de Ahorros de Tarragona.
Peón Melón, Juan Carlos. INTERDIN.
Pérez Arronés, Cristina. Banco Español de Crédito.
Pérez Barandalla, Jesús. Capital Markets.
Pérez Lara, José Luis. Caja de Ahorros Cír. Católico de Burgos.
Pérez Martín, Andrés. Caja de Ahorros de Avila.
Pérez Martínez, Miguel. Money Market.
Pérez Roig, Bernardino. Banca March.
Permanyer Cunillera, José. Banco Sabadell Multibanca.
Perucha González, Ricardo. Crédit Lyonnais.
Plaza Conradi, Ignacio. Finampostal.
Pons Aglio, Isabel. Caja Postal de Ahorros.
Pouso Blanco, Manuel. Summaxdeal, S. A.
Poza García, Manuel. Banco Arabe Español.
Prada Casas, Pedro de. Caja Rural de Zamora.
Prados del Amo, Enrique. GBI Agencia de Valores.

Queipo de Llano, Gustavo. ASNEF.

Ramírez Barranco, José. BANKINTER.
Ramos Robledo, José María. Banco de Fomento Exterior de Portugal.
Real Puerta, Emilio. Banco Hispano Americano.
Remigio de Paz, Manuel. Commerz Bank.
Renedo Cortés, José María. Bancoval, S. A.
Requeijo, Jaime. Banco Zaragozano.
Revilla Martín, Juan Manuel. Caja España de Inversiones.
Río Pérez, María del. Bank of America.
Riva, Manuel de la. Banco de España.
Roca Garriga, Pedro. Banca Catalana.
Rodríguez Fernández, Miguel Angel. Gestión Monetaria y de Mediación.

Rodríguez Pons, Begoña. Corretajes e Información Monetaria.
Romera Revuelto, Julián. Banco Hipotecario.
Romero de Miguel, Ana María. Caja de Ahorros de Soria.
Romero, Francisco. Caja de Pensiones y Ahorro de Barcelona.
Ruiz Castellanos, Matilde. Banco de Crédito Agrícola.
Ruiz Hornillos, Juan Antonio. GBI Agencia de Valores.

Sáez Fernández, Esteban. Banco Bilbao Vizcaya.
Sáez García, Carlos. Banco Bilbao Vizcaya.
Saiz Cebrecos, Eugenio. Royal Bank of Canada.
Salgado Pol, Faustó. CORBAN.
Salinas de la Fuente, Jesús. All Trading Dinero, S. A.
Sánchez Cuervo, Damián. Bank of America.
Sánchez Sánchez, Manuel. Sindicato de Banqueros.
Sans Brichs, Anselmo. Banco Sabadell.
Santamaría Aniceto, María. Summaxdeal, S. A.
Santana Cabrera, Carlos. Caja Insular de Canarias.
Santirso Hernando, Enrique. Caja de Ahorros de Salamanca.
Sanz Ferrer, Ricardo. Banco Español de Crédito.
Sicart Ortí, Ferrán. Caja de Ahorros de Cataluña.
Sierra Ibáñez, Miguel Angel. Banco Europeo de Finanzas.
Simal Gil, Marisol. Caja Rural de Soria.

Tara Pascual, Manuel. Máster en Mercados Financieros.
Tato Leal, Jesús Antonio. Caja de Ahorros de Extremadura.
Torre González, Carlos de la. Banco di Napoli.

Ugarte Alberdi, Alberto. Caja Rural de Navarra.
Ureña Sanz, José Gonzalo. Caja de Ahorros de Onteniente.
Uribe Ortiz, Enrique. Banco Real.
Urralburu, Gabriel. Gobierno de Navarra.
Urriza Chocarro, Antonio. Caja de Ahorros de Navarra.
Urrizburu González, Jesús María. Caja Rural de Navarra.
Utrera Infantes, Luis Fernando. Banco Español de Crédito.

Valle, Victorio. Fundación FIES.
Vega González, José Manuel de. Caja de Ahorros de Avila.
Verano Martín, Abilio. Banco Credit and Commerce.
Vicario Orozco, Martín. Banco Hipotecario.
Villalobos Gámez, Francisco. Caja de Ahorros de Ronda.

Yoshida, Takami. Industrial Bank of Japan.

ACHA-ORBEA ECHEVARRIA, Juan Ignacio. Nació en 1956. Licenciado en Ciencias Económicas por el CEU. Master IESE en Administración de Empresas. Ha sido Director Adjunto del Chemical Bank (1982-1986), Director de Bolsa, Gestión Patrimonial y Fondos en Bankinter (1986-1989). En la actualidad es Subdirector General de BBV Interactivos.

ALIERTA IZUEL, César. Nació en Zaragoza. Licenciado en Derecho (Universidad de Zaragoza). Master in Business Administration (Columbia University-New-York) 1970. Ha sido Director de Mercado de Capitales en Banco Urquijo, y actualmente es Presidente de Beta Capital, S. A.

ARCE, Félix. Intendente Mercantil por la Escuela de Altos Estudios Mercantiles de Bilbao y Doctor en Ciencias Económicas. En 1966 ingresó en Renfe —actualmente en excedencia especial, donde fue nombrado Director de Auditoría Interna y, posteriormente, Tesorero General, Director Financiero y Miembro del Comité de Directores. Consejero de Eurofima (Basilea) durante quince años, recibió plenos poderes para realizar la primera emisión en España de bonos en el Mercado Matador, realizada en agosto de 1987. Fue Profesor titular de la misma materia en la Universidad de Quito (Ecuador) en el período 1965-66. Actualmente es Director General y Miembro de la Comisión Directiva de AIAF, Mercado Mayorista de Renta Fija.

ASIAIN AYALA, Jose Antonio. Nació en Pamplona en 1949. Es Licenciado en Derecho por la Universidad de Navarra. Entre sus actividades profesionales ha desempeñado las tareas de Asesor Jurídico del Gobierno de Navarra y Letrado del Parlamento de Navarra. Desde 1984 hasta 1987 ha ocupado los cargos de Vicepresidente y Consejero de Presidencia del Gobierno de Navarra. Actualmente, a partir de octubre de 1987, ocupa los cargos de Vicepresidente y Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra.

BENGOECHEA GOYA, Juan. En 1977 se incorporó al Servicio de Estudios del Banco de Bilbao. Actualmente ocupa el cargo de Director de Estudios Financieros del Banco Bilbao Vizcaya y es el Secretario Técnico del Área de Investigaciones Bancarias de la Fundación BBV.

BORRELL FONTELLES, José. Nació en Poblá de Segur (Lérida) en 1947. Ingeniero Aeronáutico por la Universidad Politécnica de Madrid y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, ha sido becario de las Fundaciones March y Fulbright, gracias a las cuales se graduó como Master en Métodos de Planificación por la Universidad de Stanford y como Ingeniero-Economista por la Universidad de París. Ha sido Profesor adjunto y Catedrático de Matemáticas Empresariales en la Facultad de Económicas de la Universidad Complutense de Madrid. Durante siete años dirigió el Departamento de Sistemas de la Compañía Española de Petróleos, S. A. (CEPSA). Tras las elecciones locales de 1979 fue Diputado Delegado de Hacienda y Planificación Económica en la Diputación de Madrid. Entre 1982 y 1984 fue Secretario General de Presupuestos y Gasto Público. Desde febrero de 1984 hasta marzo de 1991 ha sido Secretario de Estado de Hacienda, fecha en la que fue nombrado Ministro de Obras Públicas y Transportes.

CONTHE GUTIERREZ, Manuel. Nació en Madrid en 1954. Licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid, ingresó por oposición, en 1978, en el Cuerpo de Técnicos Comerciales del Estado. Desde febrero de 1979 a junio de 1981 ocupó diversos destinos en el Ministerio de Comercio. Fue representante de España en el Banco Interamericano de Desarrollo, en Washington, desde julio de 1981 a julio de 1984, año en que es nombrado Jefe del Servicio de Instituciones Multilaterales de Desarrollo del Ministerio de Economía y Hacienda. En diciembre de 1984 es nombrado Subdirector de Financiación Exterior del Tesoro hasta diciembre de 1986, fecha en la que fue nombrado Director General de Transacciones Exteriores. Desde octubre de 1988 es Director General del Tesoro y Política Financiera y, en calidad de tal, Consejero del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como miembro del Comité Monetario de la CEE.

CUERVO-ARANGO MARTINEZ, Carlos. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid (1974) y Ph. D. por la Universidad de Minnesota (1982). Perteneció al equipo de FEDEA hasta septiembre de 1986. Ha sido Profesor de Teoría Económica en el Departamento de Economía Cuantitativa de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense. Fue Subdirector General de Gestión Monetaria, S. A. Actualmente es Director General Financiero de Banesto.

FANJUL, Oscar. Nació en 1949. Doctor en Ciencias Económicas y Catedrático de Teoría Económica de la Universidad Autónoma de Madrid. Ha sido *visiting scholar* en la Universidad de Harvard y el MIT. Ha trabajado en el INI y en la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Ha sido Secretario General Técnico y Subsecretario de Industria y Energía. Es editor del *International Journal of Industrial Organization*, miembro del Comité Ejecutivo de la European Association for Research in Industrial Economics (EARIE) y del International Energy Studies Editorial Board de la Universidad de Harvard. En la actualidad es Presidente de REPSOL, S. A., y del Instituto Nacional de Hidrocarburos.

FUENTES QUINTANA, Enrique. Doctor en Derecho y en Ciencias Políticas y Económicas. Catedrático de Economía Política y Hacienda Pública de la Facultad de Derecho de la Universidad de Valladolid (excedente) y Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED. Presidente de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Ex Vicepresidente segundo del Gobierno y ex Ministro de Economía. En la actualidad es Director General de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES) de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

GIL, Gonzalo. Nació en Santander en el año 1944. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid. Ingresó en el Banco de España como Economista titulado en 1968. En 1982 pasó a desempeñar su actividad en el Área Internacional de dicha institución. En la actualidad es Director General del Banco de España.

GONZALEZ-PARAMO, José Manuel. Nació en Madrid en 1958. Licenciado (Premio Extraordinario) y Doctor (Premio Extraordinario) en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Master (M. A. M. Phil.) y Doctor (Ph. D.) en Economía por la Universidad Columbia, Nueva York. Becario de la Fundación Fulbright y del Banco de España. Ha trabajado como investigador y consultor para el Banco Mundial (BIRD), Washington, D. C., y el Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Miembro del Grupo de Estudios del Gabinete del Secretario de Estado de Hacienda. Colaborador del Instituto de Estudios Fiscales. Colaborador del Departamento de Investigaciones Económicas de la Fundación FIES de la CECA. Colaborador del Servicio de Estudios del Banco de España. Profesor del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (Banco de España). Profesor del Master de Hacienda Pública (Instituto de Estudios Fiscales). En la actualidad es Catedrático y Director del Departamento de Hacienda Pública de la Universidad Complutense.

LAMA, Arturo de la. Licenciado en Ciencias Económicas por la Facultad de Económicas de Bilbao. Ha sido Profesor encargado de curso de Teoría Económica y de Sistema Financiero de la Facultad de Ciencias Económicas de Bilbao. En el Banco Bilbao fue, primero, Director de Estudios Financieros, y más tarde, Director de Mercado Monetario y Financiero, desempeñando la dirección de Tesorería, la dirección de Programación y Gestión Financiera y el desarrollo del Comité de Activos y Pasivos. Actualmente es Director de Desarrollo del Comité de Activos y Pasivos en el Banco Bilbao Vizcaya.

LERENA, Luis A. Nació en Nájera (La Rioja). Es Director General Adjunto y Director del Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya. Es, asimismo, Profesor titular de Economía Internacional de la Universidad Complutense y pertenece —en situación de excedencia— al cuerpo de técnicos comerciales economistas del Estado. Es miembro de la Conferencia Internacional de Economistas de Banca Comercial (ICCBCE) y del Club Internacional de Economistas de Banca. Es vocal del Comité Técnico de Nomisma, SPA, y del Consejo de Administración de Espasa Calpe.

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de estudiar estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como Economista titulado del Servicio de Estudios en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachusetts, especializándose en Econometría y Teoría Monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y, desde diciembre de 1982 a octubre de 1985, desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, volviendo al Banco de España como Director General. Desde julio de 1989 es Presidente de BBV-Interactivos, la sociedad de valores y Bolsa del grupo Bilbao-Vizcaya.

PEREZ-CAMPANERO, Juan. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense, y Master (M.A.) y candidato a doctor (ABD) en Economía por la Universidad de Chicago. Ha sido becario de la Fundación Fulbright, el Banco de España y la Universidad de Chicago. Ha trabajado como economista en el Banco Mundial (Departamento de Investigación) y en el Fondo Monetario Internacional (Departamento de Bancos Centrales), y ha sido profesor de la Universidad Complutense. Actualmente trabaja como investigador en FEDEA y es profesor de Economía Financiera del Centro de Formación del Banco de España.

PIZARRO PORTILLA, Jesús. Entró a formar parte del Servicio de Estudios del BBV en 1985. Es especialista en historia económica y derecho comunitario.

REQUEIJO GONZALEZ, Jaime. Doctor en Ciencias Económicas. Licenciado en Derecho, Técnico Comercial y Economista del Estado y Catedrático de Economía Aplicada (UNED y CUNEF). Ha sido Director General de Política Arancelaria e Impor-

tación del Ministerio de Comercio, Director General del Banco de Crédito a la Construcción, Consejero Delegado de la Caja Postal de Ahorros y Director del Departamento de Investigaciones Económicas de la Fundación FIES. Es, en la actualidad, Consejero de Banco Zaragozano.

URRALBURU TAINTA, Gabriel. Nació en Ezcároz (Navarra) en 1950. Es Licenciado en Ciencias Teológicas y Morales. En 1975 fue elegido Secretario General de la Federación Socialista de Navarra y miembro del Comité Federal de PSOE. En el año 1982 fue elegido Secretario General del Partido Socialista de Navarra, cargo que continúa ocupando en la actualidad tras haber sido reelegido en 1985. En las primeras elecciones democráticas (1977) encabezó la lista del PSOE y obtuvo el escaño de Diputado del Congreso por Navarra, siendo reelegido para el mismo en las elecciones generales de 1 de marzo de 1979. El 3 de abril del mismo año resultó elegido Parlamentario Foral por la ciudad de Pamplona, siendo durante toda la legislatura portavoz del Grupo Parlamentario Socialista. En 1982 fue designado por la Diputación Foral para formar parte de la Comisión de Navarra que negoció con el Gobierno de la Nación el pacto de Reintegración y Amejoramiento del Régimen Foral. En las elecciones al Parlamento de Navarra de 1983 y 1987 encabezó la lista del PSOE y fue el candidato de este Partido a la Presidencia del Gobierno de Navarra, cargo que ocupa desde mayo de 1984.

**CAJAS DE AHORROS
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS
DEL MEDITERRANEO
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALICANTE Y VALENCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA GENERAL DE AHORROS
DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE AHORROS
Y PENSIONES
DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

BILBAO BIZKAIA KUTXA
BILBAO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DEL CIRCULO CATOLICO
DE OBREROS DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL
DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA
CACERES

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS
DE CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES
LEON

CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

UNICAJA
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL
DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MURCIA
MURCIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE ONTENIENTE
ONTENIENTE (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ORENSE
ORENSE

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS
OVIEDO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE LAS BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS
DE CANARIAS
LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL
DE PAMPLONA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE NAVARRA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA
POLLENSA (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE PONTEVEDRA
PONTEVEDRA

CAJA DE AHORROS DE SABADELL
SABADELL (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS
DE SAGUNTO
SAGUNTO (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
DE SALAMANCA Y SORIA
SALAMANCA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZCOA
Y SAN SEBASTIAN
SAN SEBASTIAN

CAJA GENERAL DE AHORROS
DE CANARIAS
SANTA CRUZ DE TENERIFE

CAJA DE AHORROS
DE SANTANDER Y CANTABRIA
SANTANDER

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA
SEGOVIA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA DE AHORROS
DE HUELVA Y SEVILLA
SEVILLA

CAJA SAN FERNANDO
SEVILLA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE TARRAGONA
TARRAGONA

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA
TERRASSA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE TOLEDO
TOLEDO

CAJA DE AHORROS DE VALENCIA
VALENCIA

CAIXA VIGO
VIGO (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES
VILAFRANCA DEL PENEDES
(BARCELONA)

CAJA DE AHORROS
DE VITORIA Y ALAVA (CAJA VITAL)
VITORIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA,
ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA)
ZARAGOZA

CAJA DE AHORROS
DE LA INMACULADA DE ARAGON
ZARAGOZA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 41. Integración en la CEE y política económica de los 90.
- N.º 42. España, una economía de servicios.
- N.º 43. Política monetaria y sistema financiero español.
- N.º 44. Transformación financiera en España.
- N.º 45. La España desigual de las Autonomías
- N.º 46. Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
- N.º 47. Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro

Suplementos sobre el sistema financiero de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 26. Fondos de pensiones.
- N.º 27. Inversiones españolas en el exterior.
- N.º 28. El mercado único europeo y las entidades de crédito.
- N.º 29. Nuevos mercados financieros y gestión de tesorería.
- N.º 30/31. Ordenación financiera de las Comunidades Autónomas. Cajas de Ahorros.
- N.º 32. La fiscalidad de las operaciones y mercados financieros.
- N.º 33. Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

- N.º 6. Navarra.
- N.º 7. Murcia.
- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 1. La política agrícola común y su aplicación en España.
- N.º 2. El debate sobre la flexibilidad del mercado de trabajo.
- N.º 3. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- N.º 4. La localización industrial en España. Factores y tendencias.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 39/40: La Empresa Privada en España
Núm. 41: Integración en la CEE
y Política Económica de los Noventa
Núm. 42: España: Una Economía de Servicios
Núm. 43: Política Monetaria
y Sistema Financiero Español
Núm. 44: Transformación Financiera en España
Núm. 45: La España desigual de las Autonomías
Núm. 46: Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
Núm. 47: Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro

«PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

BOLETIN DE SUSCRIPCION

- AÑO 1990**
- Número suelto 2.000 (*)
 Suscripción números 42, 43, 44, 45 6.300 (*)
 Extranjero 7.300
- AÑO 1991**
- Número suelto 2.000 (*)
 Suscripción números 46, 47, 48, 49 6.800 (*)
 Extranjero 8.000
- (*) Includo 6 % I.V.A.
- El pago lo efectuaré:
 Contra reembolso del primer envío Giro postal Núm. Talón bancario adjunto.
 Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)
- Nombre o Razón Social
- Actividad o Departamento
- Domicilio Teléfono
- Ciudad D.P. Provincia o país
- Fecha Firma o sello,

