

EXPANSION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1995: LOS SEIS FACTORES CONDICIONANTES

*Enrique Fuentes Quintana
Julio Alcaide Inchausti*

1. Una parte de la situación actual de la Economía Española.

Si hubiera que resumir hoy, en un parte breve y expresivo, la situación de la economía española, no resultaría difícil llegar a un amplio consenso que destacaría los seis rasgos que la definen:

1. La economía española ha dejado atrás la intensa recesión que dominó su comportamiento a partir del II semestre de 1992 y que alcanza su máxima intensidad en el segundo trimestre de 1993. A partir de ahí, las tasas inter-trimestrales de las variables de nuestra economía desaceleran su comportamiento negativo, lo que no impidió que el año 93 -en sus valores medios- registrara la mayor recesión de la economía española en los últimos 30 años, apreciada por una caída del PIB del 1,1 por ciento.

2. Esa recesión intensa de la economía española se inscribe dentro del ciclo recesivo dominante en la UE en las mismas fechas. Algo que prueba un comportamiento sincrónico de la economía española y las economías integrantes de la UE. Una característica ésta fundamental de la conducta de nuestra economía: España ha vivido las fases del ciclo en compañía de la Europa Comunitaria. Esa sincronía fundamenta una conclusión: no cabe esperar una expansión de la economía española si la recesión domina en Europa. Por otra parte, una recuperación de la economía en la UE avala y posibilita una recuperación de la economía española. El comportamiento cíclico de la economía española y europea es sincrónico. Con una característica adicional, probada por la experiencia: la exageración de la sincronía en el caso de España. Hemos crecido más en la fase expansiva del ciclo (1985-1991): 4,18 por ciento anual fue la tasa anual de desarrollo de la economía española frente al 3 por ciento de crecimiento anual del PIB en la UE. Hemos caído más en la recesión: el PIB cayó en la UE, en 1993, en -0,3, mientras que España registró una caída anual del PIB del -1,1 por ciento. A lo largo de los dos años 1992 y 1993, el PIB español presenta una diferencia adversa en sus tasas de crecimiento respecto de la UE de 1,2 puntos porcentuales (-0,4 puntos en 1992 y -0,8 puntos en 1993).

3. El ciclo de la UE manifiesta la llegada de la fase de recuperación económica en 1994. Con cuatro características: a) Una recuperación notablemente superior a la esperada a comienzos del ejercicio (1 por ciento en el ayer del mes de enero/2,6 por ciento al finalizar 1994). b) Una recuperación basada en el sector exterior, que aportará, al menos, 0,5 puntos al crecimiento del PIB en 1994. c) La fuerza poderosa de la Demanda Interna ha ido ganando muy lentamente fuerza, a lo largo de 1994, a partir de sus valores negativos heredados de la recesión de 1993 (Demanda Interna que registrará, finalmente, según las previsiones actuales, un crecimiento de

2,4 por ciento en las inversiones y algo menos en el consumo: 2,2 por ciento). d) Esa recuperación europea no se ha traducido aún en aumentos del empleo (la tasa de paro se sitúa en 1994 en valores extremos: 10,9 por ciento de la población activa en la media de la UE). Convertir el crecimiento en mayor empleo es la asignatura pendiente de la UE. Como síntesis puede concluirse que la recuperación del 94 se cifra en un crecimiento del PIB del 2,6 por ciento en la UE con una referencia geográfica y económica dominante en Alemania y con contagio posterior a Francia, las dos economías centrales de la UE. Y con un comportamiento peculiar y mayor desarrollo en Gran Bretaña (3,6 por ciento de crecimiento del PIB) situada en el núcleo de las economías sajonas que se han movido en un ciclo distinto al de los países de la Europa continental.

4. La economía española se asocia a esa etapa de recuperación cíclica de la UE en 1994, de forma progresiva y con valores crecientes a lo largo del año y también superiores a los esperados: 0,8 (I trimestre), 1,7 (II trimestre), 2,3 (III trimestre). Una recuperación que se fundamenta en el sector exterior con una a tonía dominante en la Demanda Interna que corrige lentamente, en 1994, sus elevados valores negativos de la recesión del 92-93 (en los pronósticos actuales se estima mayoritariamente que la inversión se recuperará más que el consumo; por dar unas cifras: se pronostica mayoritariamente que la inversión crecerá respecto de sus bajísimos valores de 1993, en torno a un 1,15 y el consumo en valores del orden del 0,31%). La debilidad del crecimiento de las inversiones y el corto crecimiento del PIB explican la lenta recuperación del empleo, aunque recuperación al fin, favorecida por la nueva regulación del mercado de trabajo.

Las previsiones dominantes del 94 coinciden en afirmar, como resultado de esos comportamientos, el logro de una tasa de desarrollo próxima al 2 por ciento del PIB (2,2% en el pronóstico de la UE), con una aportación decisiva a este crecimiento del sector exterior (en torno a 1,7 puntos).

5. Las previsiones para 1995 sitúan la expansión económica en un valor del orden del 3 por ciento del PIB para la media de los países de la UE. Una previsión que se extiende también a la economía española, si bien su vitalidad y prolongación más allá del próximo año está sometida a importantes limitaciones y condicionantes.

6. Esas limitaciones residen en las debilidades que se perciben en cinco indicadores básicos, condicionantes del proceso de expansión de la economía española en 1995:

- * En nuestra inflación diferencial situada en el suelo, al parecer irreductible, del 4,5-5 por ciento del IPC. Una inflación que no es europea y que plantea numerosas y costosas consecuencias para nuestra economía. La inflación española apreciada por el IPC, se situará en 1994 en torno al 4,5%, tasa que supera 2,6 puntos porcentuales a la de los países centrales y en 1,4 puntos porcentuales a la media de los países de la UE.
- * En nuestro déficit público situado en el 7,1% del PIB (con un diferencial de 2,8 puntos porcentuales respecto de los países centrales de la UE y con un diferencial de 1,4 puntos porcentuales de la media de la UE).
- * Los tipos de interés a largo plazo españoles están situados en el 10,4% (con un diferencial de 2,7 puntos respecto de los países centrales de 2,1 puntos de la media de la UE).

- * En los mercados de trabajo las divergencias españolas respecto a la UE se han acusado en dos frentes distintos aunque relacionados entre sí: divergencias en el crecimiento de los *costes laborales por unidad de producto* españoles y comunitarios y en las *tasas de paro*.

En primer lugar, se manifiesta un claro retardo de la moderación de salarios en España respecto de los registrados en los países de la UE, lo que ha llevado a un crecimiento de los costes laborales unitarios españoles muy superiores a los europeos en el período de desaceleración productiva y recesión 1991-1993. A partir del año actual, la moderación de salarios y los aumentos de productividad del trabajo (derivado de la destrucción de empleos), han alterado el comportamiento de los costes laborales unitarios, reduciendo significativamente su cuantía. Reduciendo pero no eliminando sus diferencias con los costes laborales unitarios de la UE. Diferencias actuales de 1,2 puntos porcentuales respecto de los países centrales. Diferencias éstas del crecimiento de los costes laborales unitarios con importantes consecuencias sobre la competitividad de nuestras producciones, sobre la producción y el empleo.

El comportamiento del paro que arrojan nuestros mercados de trabajo presenta claras diferencias con el europeo, aunque los datos disponibles para su estimación no sean coincidentes. Apreciado a través de la encuesta de la población activa el diferencial español es de 11,5 puntos porcentuales respecto de la media de la UE y 13,2 puntos porcentuales respecto a los países centrales de la UE.

- * En los *mercados exteriores* con un déficit de la balanza comercial del orden del -3,5%, tasa negativa que se compara desfavorablemente con el saldo positivo de esa balanza comercial en los países centrales (1,2% del PIB) y en la media de la UE (0,5% del PIB) lo que significa unos crecidos diferenciales en los saldos de -4,7 puntos respecto a los países centrales y de -4 puntos sobre la media de la UE.

Dicho en otros términos: la economía española inicia el año 1995 con cuatro desequilibrios que muestran cuatro mercados: el de bienes y servicios, los mercados financieros, los mercados de trabajo y los mercados exteriores y con un *quinto* que manifiesta el desequilibrio de las cuentas públicas.

Tales son los hechos que describen el balance de los principales acontecimientos con los que finaliza 1994 y con los que se iniciará 1995.

2. Los seis condicionantes de la expansión de la economía a partir de 1995.

La economía española ha vivido en la década que va de 1984 a 1993 un ciclo completo en compañía de la economía europea. Un ciclo español que se representa en el gráfico núm. 1 y que tiene como puntos de referencia inicial el segundo trimestre de 1984 y, como final, el segundo trimestre de 1993. Ese ciclo completo de la economía española comprende dos fases bien diferenciadas: la intensa recuperación vivida desde el corto crecimiento del 1,3% del PIB del III Trimestre de 1984, hasta el máximo del 6,1% del PIB, que se alcanza en el tercer trimestre de 1987 y la desaceleración productiva que domina desde 1988 hasta caer en la recesión de 1993, cuyo mínimo se sitúa en el segundo trimestre de 1993 (con un descenso del PIB de -1,6%).

Desde esta última fecha se inicia un proceso de recuperación del PIB en 1994, y que ha ido ganando progresivamente intensidad a lo largo del año.

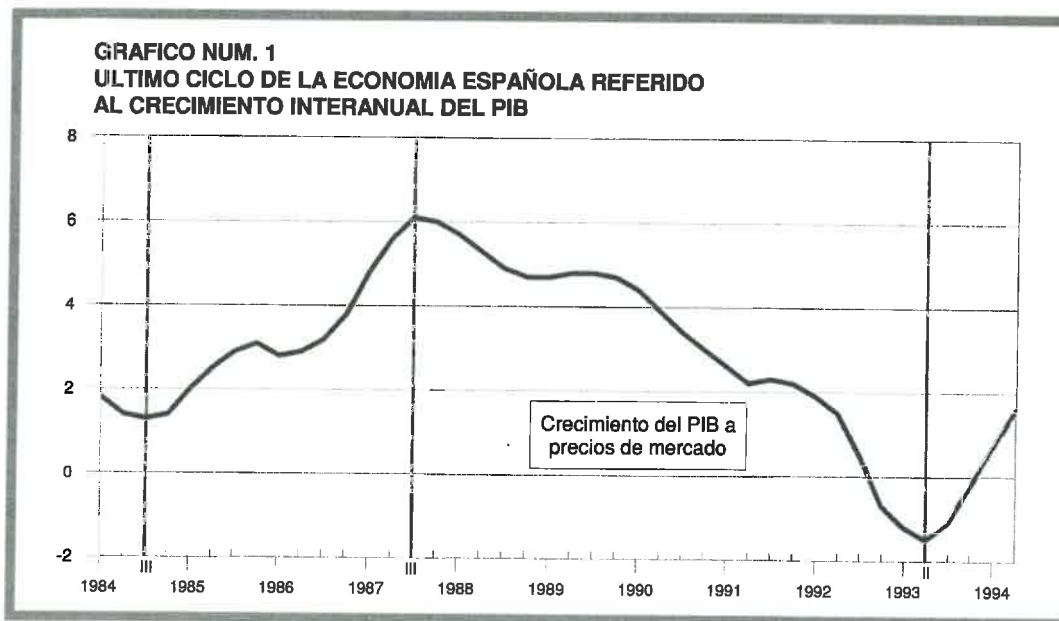
Ese ciclo completo español 1984-93 se inscribe en el ciclo de la Europa comunitaria con una *sincronía* cada vez más estrecha en la medida que el grado de apertura de la economía española se ha ido incrementando con la UE, tanto en los intercambios de mercancías como en el creciente peso de la inversión exterior. Por otra parte, la simetría entre el comportamiento de la economía española y la de la UE responde a una propiedad adicional: la sobre-reacción de nuestra economía a los estímulos exteriores, lo que explica la mayor intensidad del ciclo español respecto del comunitario, tanto en las fases expansivas como en las recesivas del ciclo económico.

Esa dependencia del comportamiento económico de España respecto de la UE define las perspectivas de 1995 y años siguientes. El proceso de recuperación europea abierto en 1994 promete su continuidad y consolidación en una fase expansiva que comenzará a vivirse a partir del próximo ejercicio con una secuencia de acontecimientos que arrancan del fuerte impulso actual de las exportaciones, asistido ya por una recuperación de las inversiones, en especial en maquinaria y bienes de equipo, así como por una reposición de las existencias. La mejoría del clima económico que se percibe está favoreciendo, asimismo, la recuperación del sector de la construcción, impulsado además por los más bajos tipos de interés a largo plazo. Todos esos factores permitirán, finalmente, lograr la recuperación del consumo a través del crecimiento de la producción, la renta y el empleo. Como concluye el último documento de las previsiones de la CE (noviembre 1994): "la firmeza gradual de los factores de la recuperación del 94 abren una fase de crecimiento económico prolongada y sostenida y de consiguiente creación de empleo si la política económica es la apropiada".

Esa fase de expansión económica iniciada en Europa constituye una oportunidad singular para su interpretación sincrónica por la economía española que no puede ni debe desaprovecharse. Una afirmación que obliga a conocer las características con las que esa expansión se presenta en España, la secuencia a que debería ajustarse esa conversión de la recuperación actual en una etapa expansiva prolongada y a evaluar los factores propios que nos sitúan en una posición de partida diferente de la de las economías europeas y que condicionan las posibilidades de la futura expansión.

La fase de recuperación que se ha registrado en la economía española en 1994 se ha iniciado por donde debía: por el sector exterior. Ha sido el aumento de las exportaciones el que ha estado detrás del desarrollo de la producción industrial (y cuyo crecimiento apreciado por el IPI muestra una fuerza creciente a lo largo del año, situándose en su final en tasas del orden del 7%) y de los servicios (con un crecimiento significativo en 1994 aunque inferior al de la industria). Este principio de la recuperación española constituye un fundamento excelente de la expansión futura que no hay que perder sino conservar y fortalecer a toda costa.

Se viene afirmando con insistencia que ese protagonismo del sector exterior en nuestra recuperación económica debe perderse en beneficio del crecimiento de la demanda interna, esto es, el consumo de las familias y la inversión de las empresas. En particular, la preocupación por animar el consumo familiar con cualquier decisión que pueda favorecer su crecimiento se ha convertido en la solicitud más reiterada en nuestra vida económica. Pues bien, frente a esas opiniones hay que afirmar que quizás el mayor peligro para el futuro de la expansión de la economía española reside en que se realice ese deseo tan extendido de propiciar un aumento del



El gráfico núm. 1 recoge el comportamiento completo del último ciclo económico interpretado por la economía española de 1984 a 1993, tal y como ha sido estimado por el profesor J.L. Raymond en su trabajo "El ciclo económico en la economía española", que publicará el número 62 de "PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA".

El gráfico representa las tasas interanuales de crecimiento del PIB como medida expresiva de la evolución coyuntural de la economía española con las informaciones ofrecidas por la Contabilidad Nacional Trimestral que elabora el INE.

El II trimestre de 1984 registra el arranque del ciclo con el mínimo de crecimiento del PIB y también del crecimiento del consumo privado, de la formación bruta de capital fijo y de los sectores productivos.

A partir de ese mínimo arranca el proceso de recuperación cuyo cenit se sitúa, para el crecimiento del PIB y del consumo privado, en el tercer trimestre de 1987 y el segundo trimestre de 1989, se desplaza por una meseta con intensos crecimientos del orden del 15 por 100.

Agotada la onda expansiva, la fase descendente que la economía española inicia a partir de 1989, se caracteriza por su notable virulencia, hasta alcanzar unos mínimos de crecimiento en el segundo trimestre de 1993. El fatídico segundo trimestre de 1993 representa un mínimo no sólo para el crecimiento del PIB, sino también para el crecimiento de la formación bruta de capital fijo o para el crecimiento de los PIB de los sectores industrial, servicios y de la construcción.

A mediados de 1993 surge el fin de la fase contractiva y abre las expectativas de una nueva recuperación, iniciada en 1994.

consumo a toda costa para consolidar el crecimiento del PIB en 1995. Una recuperación del consumo es evidente que, dada su fuerza (2/3 del gasto nacional), pone un *suelo* a la evolución de la economía pero una recuperación que conceda una base sólida a la futura expansión debe fundamentarse en un crecimiento continuado que eleve el nivel de las exportaciones (como *en parte* está sucediendo ya) y en una recuperación suficiente de las *inversiones* (que están anunciando ciertos indicadores) pero que dista de haberse consolidado.

La recuperación de las inversiones, para lograr una expansión saneada, desempeña un papel cuya importancia sólo es comparable al crecimiento de las exportaciones. Porque es sobre esas dos bases sobre las que debe afianzarse el reforzamiento de la producción potencial de la economía y la generación de un mayor empleo. Esa potenciación del crecimiento del producto y las expectativas del mantenimiento del empleo crearán las condiciones necesarias para la mejora de la confianza de los consumidores, condicionante, a su vez, del aumento del consumo que debe llegar -al final- por esta vía.

Así pues, afianzar y elevar las tasas de inversión de forma continua constituye el secreto obvio del éxito del proceso de recuperación y el cimiento de la expansión futura de la economía española.

Crear, por tanto, las condiciones para que los procesos de inversión recobren su vitalidad perdida en la recesión pasada constituye el objetivo prioritario de la estrategia de la futura expansión. Objetivo prioritario pero no fácil de conseguir en poco tiempo porque son las inversiones las que más caen en toda fase recesiva y, en el caso de España, la importancia de esa caída la manifiesta, sin retórica, su desplome en 1992-93 en un -10,4%. Tasas negativas extraordinarias que reclaman para su corrección, cambios en las expectativas empresariales, modificaciones en las cuentas de resultados de las empresas y un afianzamiento de la política de competitividad que garantice la credibilidad en el futuro de la economía española como base de la confianza necesaria de la que vive siempre la apuesta empresarial por la inversión.

Precisamente por todo ello, las mejores noticias para la expansión futura de la economía española vienen de los cambios que hoy se registran en las *expectativas* y en las *cuentas de resultados* de las empresas. En efecto, la secuencia de la recesión pasada contó con dos premisas: el ciclo recesivo europeo y su traducción psicológica por los dos agentes de la economía, con una caída histórica en los indicadores de confianza de empresarios y consumidores a partir del II semestre de 1992.

El cuadro núm. 1 presenta los valores trimestrales de esos indicadores de opinión a partir de 1991 hasta el III Trimestre de 1994. Como puede comprobarse a partir del III Trimestre de 1992, todos los indicadores de opinión -de empresarios y de consumidores- sufren un retroceso espectacular en el que se fundamenta la caída de la inversión por parte de las empresas y el freno al consumo por parte de las familias en 1993. Menor inversión y consumo en 1993 que causarían la caída del PIB en el 1,1%.

Pues bien, esos indicadores negativos de opinión que adelantaron y fundamentaron la crisis del 92-93, han comenzado a cambiar en 1994. El índice de *confianza industrial* lo ha hecho de forma espectacular a partir del I Trimestre de este año, ganando en el III Trimestre de 1994, justamente la posición en la que se encontraba ese indicador en 1990. Dos componentes destacados de este indicador -las expectativas de producción y la cartera de pedidos- han

registrado cambios sustanciales respecto de los que presagiaran la recesión del 93. Las expectativas de producción alcanzan valores positivos en todos los trimestres de 1994 devolviéndonos sus últimos valores a los que caracterizaban al I y II Trimestre de 1992. La cartera de pedidos de los productos industriales se sitúa en el III Trimestre de 1994 en -12% desde el -60% alcanzado en el I Trimestre de 1993. De esta manera, el indicador nos devuelve a sus valores de 1989.

A esa misma tónica de mejora en los indicadores de opinión responde el índice de confianza del *sector de la construcción* que todavía se deterioraba de forma espectacular en el III Trimestre de 1993, situándose en -49% (la posición más baja de la fase recesiva). Sin embargo, en el III Trimestre de 1994, el indicador alcanza un valor de -15%, la posición en que se encontraba en 1991.

Por otra parte, el índice de sentimiento de los consumidores se ha recuperado también pero con mayor lentitud. La peor posición (opinión neta negativa del -35%), tuvo lugar en el cuarto trimestre de 1993, mejorando en los trimestres de este año hasta recuperar la posición negativa del -20% en el tercer trimestre. La mejora de la opinión es evidente, pero el índice se recupera más lentamente. Lo es también la limitación de su cuantía. La posición del tercer trimestre de 1994 es similar a la media del segundo y tercer trimestre de 1992. Una situación que explica que el consumo de las familias no manifieste aún un comportamiento positivo y creciente en 1994.

Finalmente, el Índice de Clima Económico General, en línea con lo expuesto, ha mejorado en 1994 alcanzando un nivel 100 en el tercer trimestre de 1994 (un índice 100 que corresponde a la media lograda en 1985).

Ese mundo subjetivo de los indicadores de opinión, en 1994, anticipa la posible recuperación de las inversiones que, efectivamente, se está produciendo ya en 1994 y debería contar con su posible continuidad en 1995. Una recuperación de las inversiones que precede, como es deseable y conveniente, a la expansión del consumo.

Por otra parte, y afianzando el aval de los *indicadores de opinión* favorables a la realización de las inversiones, los indicadores de las *cuentas de resultados de las empresas* también presentan cambios positivos de los que han dado cuenta el reciente informe de la Central de Balances del Banco de España y otras fuentes informativas disponibles. En el trabajo que "Cuadernos" publica a continuación de este inicial del número 92, el lector encontrará un análisis detenido de los datos que permiten hablar de una recuperación del beneficio empresarial en 1994. El esfuerzo del servicio de estadísticas del Banco de España, que dirige ese estadístico ejemplar que es Rafael Alvarez Blanco, permite conocer hoy la marcha de una variable tan decisiva para el proceso económico de una sociedad como son las cuentas de resultados de las empresas con una actualización que dota a sus informaciones de una gran oportunidad para juzgar la situación económica y poder actuar sobre ella. En efecto, el último informe trimestral de la Central de Balances (CBT) sobre el ejercicio de 1994, trae al conocimiento de sus lectores, las líneas a las que está respondiendo su comportamiento en los tres primeros trimestres de 1994. El cuadro núm. 1 del trabajo del profesor Rodríguez Carrasco que "Cuadernos" publica en este número presenta el cambio espectacular que los resultados de las empresas registran en el año actual y que pueden resumirse en un resultado neto sobre el VAB c.f. del 7,1%, que se opone a los negativos causados por la recesión en 1993 (-6,1%). Cambio trascendente que confirman otras informaciones glosadas, asimismo, en el trabajo antes citado.

CUADRO I

INDICADORES DE CONFIANZA Y CLIMA ECONOMICO
ESPAÑA (Saldo de opiniones netas manifestadas)

	AÑO 1992				AÑO 1993				AÑO 1994		
	I Trimes tre	II Trimes tre	III Trimes tre	IV Trimes tre	I Trimes tre	II Trimes tre	III Trimes tre	IV Trimes tre	I Trimes tre	II Trimes tre	III Trimes tre
Confianza Industrial	-19	-20	-25	-35	-40	-37	-35	-28	-19	-10	-6
Expectativas producción	11	-3	-10	-22	-12	-7	-7	-7	2	5	6
Cartera de pedidos	-39	-38	-44	-57	-61	-60	-51	-46	-38	-22	-12
Confianza construcción	-23	-26	-46	-46	-46	-36	-49	-36	-38	-24	-15
Sentimiento consumidores	-9	-13	-25	-31	-33	-33	-35	-35	-33	-30	-20
Clima económico general	99,1	97,8	96,9	96,2	95,9	96,2	96,4	96,9	98,4	99,1	100,0

Fuente: Ministerio de Industria y Energía y EUROSTAT.

El aval que los indicadores de las opiniones empresariales y la mejora de las cuentas de resultados han extendido, para la recuperación de las inversiones, permiten construir un proceso de expansión que responda a la secuencia que debe hacerlo duradero: aumento de las exportaciones → mejora de las expectativas empresariales → mejora en las cuentas de resultados de las empresas → crecimiento de la inversión → reforzamiento de la producción potencial de la economía → mejores expectativas para el mantenimiento del empleo → aumento del consumo.

Afianzar cada uno de esos eslabones, que componen la cadena de la expansión económica española del 95, debería constituir el objetivo de la estrategia de nuestra política económica que convierta la débil recuperación actual en una expansión saneada y continuada en el futuro.

El logro de ese objetivo precisa de una identificación de los obstáculos que lo condicionan y de las actuaciones de la política económica y el comportamiento de los agentes de la economía necesarios para superar esos obstáculos con los que podía chocar el proceso de expansión. En nuestra opinión, los condicionantes del proceso de expansión de la economía española, que puede iniciarse en el 95 y los comportamientos que corrijan sus efectos negativos, son los seis siguientes:

1. Contener la inflación reduciendo su diferencial con la UE.
2. Reducir el déficit público, variar el comportamiento de la política presupuestaria y detener el crecimiento de la deuda pública.
3. Contar con las bases precisas para reducir los tipos de interés y lograr una mayor convergencia con los tipos de interés de la UE.
4. Moderación salarial que asegure un crecimiento de coste laboral unitario igual o menor que el de los países de la UE.
5. Mejorar la competitividad de nuestras producciones para reducir el saldo adverso de la balanza comercial.
6. Ganar credibilidad en los mercados financieros, asegurando el logro de los objetivos de la inflación y el control/reducción del déficit público.

En esos seis condicionantes de la expansión 95, el año 1994 transmite unos saldos preocupantes al futuro. El *cuadro núm. 2* presenta la situación actual de esos condicionantes de la expansión del 95, que permiten evaluar la situación comprometida de la que arranca la fase expansiva del ciclo económico y que van a proyectar su influencia a lo largo del próximo año. Con una inflación diferencial de más de dos puntos porcentuales respecto de la UE, un déficit público y unos tipos de interés que superan también en los mismos porcentajes a los vigentes en la UE, un crecimiento del coste laboral unitario que, pese a su mejora en 1994 (lograda en gran parte merced a los empleos destruidos del 93 y años anteriores), aún conserva un margen superior de 1,5 puntos respecto a los países centrales de la UE, con una tasa de paro muy superior y con un desequilibrio de la balanza comercial que supera en más de 4 puntos a los saldos de los países centrales de la UE y, en todo caso, a la vigente en los 12 países de la UE y con un diferencial, en el mercado de bonos a 10 años, alejado del bono alemán en 401 puntos básicos, es evidente

que la economía española iniciará 1995 su expansión cargada de problemas que no se solucionarán ignorándolos sino planteándolos abiertamente y volcando en su solución un diagnóstico acertado y una firme voluntad política y social que necesita cualquier cambio en el comportamiento económico como los que precisa la mejora de las seis variables expuestas de las que depende el desarrollo económico futuro.

CUADRO NUM. 2
LOS OBSTACULOS A LA EXPANSION ESPAÑOLA EN 1995

	1991	1992	1993	1994
1. INFLACION (IPC)				
Unión Europea	5,4	4,3	3,3	3,1
Países Centrales	3,2	3,5	3,1	2,3
España	5,9	5,9	4,6	4,5
Divergencia:				
S/UE	0,5	1,6	1,3	1,4
S/Países Centrales	2,4	2,4	1,5	2,2
2. DEFICIT PUBLICO				
Unión Europea	-4,5	-5,0	-6,0	-5,6
Países Centrales	-3,0	-3,6	-4,7	-4,2
España	-4,9	-4,2	-7,5	-7,0
Divergencia:				
S/UE	-0,4	0,8	-1,5	-1,4
S/Países Centrales	-1,9	-0,6	-2,8	-2,8
3. TIPOS DE INTERES A LARGO PLAZO				
Unión Europea	10,3	9,9	8,1	8,3
Países Centrales	9,1	8,4	6,6	7,7
España	12,4	12,2	10,2	10,4
Divergencia:				
S/UE	2,1	2,3	2,1	2,1
S/Países Centrales	3,3	3,8	3,6	2,7
4. MERCADO DE TRABAJO				
A) COSTE LABORAL UNITARIO				
Unión Europea	4,7	3,3	2,0	1,0
Países Centrales	4,1	2,7	1,7	0,7
España	7,8	6,4	3,6	2,2
Divergencia:				
S/UE	3,1	3,1	1,6	1,2
S/Países Centrales	3,7	3,7	1,9	1,5
B) TASA DE PARO				
Unión Europea	8,7	9,3	10,4	10,9
Países Centrales	7,0	7,1	8,3	9,2
España	15,7	17,3	20,4	22,4
Divergencia:				
S/UE	7,0	8,0	10,0	11,5
S/Países Centrales	8,7	10,2	12,1	13,2
5. DEFICIT COMERCIAL				
Unión Europea	-0,1	-0,6	0,1	0,5
Países Centrales	0,4	0,6	1,5	1,2
España	-5,8	-6,0	-4,1	-3,5
Divergencia:				
S/UE	-5,7	-5,4	-4,2	-4,0
S/Países Centrales	-6,2	-6,6	-5,6	-4,7

Fuentes: EUROSTAT Y OCDE

Países Centrales: Estimación Fundación FIES de las Cajas de Ahorros, con las siguientes ponderaciones: Alemania (49,41%); Francia (36,03); Holanda (8,45); Bélgica (5,87); Dinamarca (3,97); y Luxemburgo (0,27).

3. La resistencia al descenso de la inflación, primer obstáculo a la expansión del 95.

El gran tema económico de España en 1994 ha sido, sin duda, su tasa de inflación cuyo crecido nivel absoluto se ha asentado en un suelo, al parecer irreductible, situado en un 4,5-5% medido a través del índice general de precios de consumo. Un indicador que marca una inflación diferencial de 1,5 puntos por encima de la media de la inflación de la UE y superior en más de 2,5 puntos a la inflación de los países de la UE con mejor tasa de inflación. Ese suelo elevado de la inflación española no se ha visto, además, afectado por la recesión producida por la economía española ni por el corto aliento de su recuperación en 1994.

El viejo aforismo que afirma "dime cómo va tu inflación y te diré cómo va tu economía", tiene una validez y una vigencia extraordinaria en el momento actual de la economía española, pues todas las variables de las que depende el éxito de la gran empresa española en los años 90 -su integración en la UE- están afectadas por la consecución de tasas de inflación europeas por parte de la economía española. Resulta imposible mejorar la competitividad de nuestras producciones si no reducimos la tasa de inflación. No podremos lograr tipos de interés menores para alentar la inversión privada y reducir el coste de la inversión pública si no conseguimos una inflación más reducida. La programación, en fin, de la actividad de las empresas y de los presupuestos familiares necesita disponer de un marco de estabilidad económica.

Es el conjunto de esos efectos negativos de la inflación y de los positivos de la estabilidad los que obligan a analizar las causas de esa resistencia española al descenso de la tasa de inflación y a diseñar la política y los comportamientos de los agentes económicos eficientes para vencer esa resistencia y conseguir esa reducción necesaria de nuestra inflación.

No puede extrañar, en consecuencia, que ese problema fundamental haya atraído los análisis más numerosos de quienes siguen la marcha de la economía española en el año que termina y, a la cabeza de ellos, del Banco de España cuya ley de autonomía, estrenada en 1994, le atribuye una finalidad primordial: el logro de la estabilidad de los precios.

Es explicable que por esta obligación fundamental, el Banco de España haya dedicado sus mejores esfuerzos, a través de su Gobernador, a analizar ese proceso inflacionista que padecemos y a mostrar los caminos por los que sería aconsejable tratar de reducirlo. Tres intervenciones del Gobernador del Banco de España se han dirigido a ese propósito. Las dos primeras realizadas en el Congreso de los Diputados (18 de octubre de 1994) y en el Senado (21 de noviembre de 1994) y la tercera y fundamental con motivo de la presentación en el Congreso de los Diputados de los "Objetivos e instrumentación de la política monetaria en 1995". Intervenciones todas ellas presididas por el excelente análisis que el Banco de España realiza de los problemas económicos del país y por el acierto expositivo de su Gobernador, el profesor Luis Angel Rojo. Por desgracia, esas intervenciones que contienen el mejor análisis de ese problema central de nuestra sociedad y del futuro de la economía que es la inflación, no han sido difundidas como merecían por los medios de información. Como merecían y como era necesario porque crear un clima de estabilidad económica precisa de una amplia y arraigada conciencia colectiva de su necesidad porque, como advertía el último Informe anual del Banco de España de julio de 1994: "Sólo si los agentes económicos y la sociedad española comparten el objetivo de lograr un crecimiento estable de nuestra economía y lo refrendan en sus decisiones, podrá desarrollarse con eficacia

esa orientación de aumentar el producto real preservando la estabilidad de precios". Un objetivo en cuya consecución España se juega su futuro en los años que restan del siglo que vivimos.

Por todos esos motivos importa conocer cómo ese problema vital de reducir la inflación se plantea en los análisis realizados por el Banco de España de los que ha sido intérprete y ponente su actual Gobernador.

El análisis de la inflación que padece la economía española y la resistencia a su reducción para lograr tasas europeas se realiza por el Banco de España diferenciando los determinantes *inmediatos* de la inflación española y los *factores generales* que la condicionan (del lado de la demanda agregada y del proceso de formación de costes).

La exposición de los *factores inmediatos* de la resistencia actual de la inflación para bajar de su elevado suelo del 4,5-5% obliga a *descomponer* el índice agregado que es el IPC. Como ha afirmado el profesor Antoni Espasa, con reiteración desde hace algunos años, el análisis de la inflación no debe basarse en un índice (escalar) agregado como el IPC sino en una mínima descomposición básica, de modo que sean similares, en cada índice resultante, las causas de la inflación en los diferentes precios que lo componen. Esa descomposición permite, además, predecir y diagnosticar, con mayor precisión, las distintas fuerzas del proceso inflacionista y adelantar el comportamiento futuro del proceso de inflación.

La *descomposición* del IPC contenida en el análisis de la inflación por el Banco de España diferencia *seis componentes* con comportamientos distintos:

I. Precios de los productos alimenticios no elaborados y elaborados, convertidos en intérpretes de la resistencia de la inflación a su descenso en 1994. El ciclo alcista de los precios de los alimentos se inicia en los primeros meses de 1993 y alcanza su máximo en los meses iniciales de 1994, mostrando más tarde una desaceleración, pero no una desaparición. La mayor presencia del crecimiento de los precios de la alimentación se registra en el avance de los precios de los alimentos *no* elaborados pero afecta también -en menor medida- a los elaborados. Todos los índices disponibles de precios recogen esta inquietud alcista de la alimentación: lo hace, desde luego, el IPC (en su componente alimenticio) pero, también, el de precios percibidos por los agricultores y el índice de precios al por mayor. Esa influencia alcista de los precios de los alimentos sobre la inflación se deriva de un conjunto de causas coincidentes: efectos de la devaluación de la peseta y su incidencia sobre el ECU verde para el cálculo de precios internos de los productos y las subvenciones a la agricultura, condiciones climatológicas desfavorables para la producción interna; condiciones especiales y limitativas de oferta de algunas producciones, presión de la demanda turística sobre la alimentación en los meses de verano, todos ellos factores y causas internos reforzados por las fuertes elevaciones de precios en los mercados internacionales.

II. Los precios de los servicios no comercializables han constituido, desde nuestro ingreso en la Comunidad, los intérpretes de la inflación por su comportamiento dual respecto de los bienes comercializables. La novedad reside aquí en que esa *dualidad* se ha reducido, desde 1993, por la notable desaceleración del precio de los servicios y también por el aumento de los precios de los productos comercializables. Los factores negativos de este sector de los precios de los servicios se encuentran en el nivel superior de su tasa de inflación (5,1%) y, por el hecho de que esa desaceleración de su nivel, vigente desde 1993, parece haber perdido fuerza en los últimos

meses. Un hecho que obliga a actuar sobre las causas de fondo que sostienen su nivel diferencial y su resistencia a la baja. Algo que apunta a la necesidad de actuar sobre sus mercados y las condiciones de competencia que condicionan sus precios elevados.

III. Precios energéticos, componente dominado por las condiciones de su fiscalidad en los momentos actuales. Un hecho que debería considerar nuestra política fiscal.

IV. Productos industriales no energéticos y no alimenticios, cuya tendencia a la estabilidad parece constituir una característica destacada.

V. Bienes intermedios y precios de los bienes de importación y exportación con ritmos crecientes y con avances a tasas superiores a las de los precios de las manufacturas nacionales destinadas a la absorción interna, lo que plantea el problema delicado de sus precios relativos.

Ese análisis de la inflación, contemplado desde la desagregación de los componentes del IPC, realizado por el Banco de España quizás no destaque con la importancia que tiene la presión inflacionista derivada de las tarifas públicas incluidas en los precios del sector servicios que han estado presentes en la inflación del 94 y amenazan estarlo también en 1995.

Ese panorama de las fuerzas inflacionistas en presencia que muestran la dificultad de reducir el nivel de la inflación a través de la descomposición del IPC se completa por el Banco de España con el análisis de lo que antes se denominaban factores generales condicionantes del proceso inflacionista y que actúan del lado de la demanda agregada y del proceso de formación de los costes.

Del lado de la demanda agregada resulta evidente que su reanimación en 1994 habrá tendido a reducir la presión a la baja de la inflación que dominó en la fase recesiva II Semestre 1992-1993 y a favorecer, con ello, la transmisión sobre los precios de ciertos costes retenidos por las empresas como la devaluación de la peseta. Sin embargo, el Banco de España opina que la demanda agregada no tiene aún fuerza suficiente para ejercer una influencia activa sobre la aceleración inflacionista. El ciclo demanda-producción precede en unos tres trimestres al ciclo de la inflación y, dado que hoy la demanda agregada se mantiene dentro de moderados ritmos de avance, no parece que pueda ocasionar presiones inflacionistas en el futuro inmediato.

Otra cosa es lo que sucede del lado de la formación de los costes. Aquí el hecho más importante del 94 es la moderación del crecimiento de los costes laborales unitarios, causada por los aumentos de productividad debidos, en primer lugar, a la caída del empleo; en segundo término, a la desaceleración de los salarios que ha llegado muy tarde a la economía española (justamente en el ejercicio actual) respecto de la registrada en Europa. Esa doble presencia de la mayor productividad y el menor crecimiento salarial han ocasionado, como ya se ha constatado anteriormente, un comportamiento del coste laboral unitario que ha reducido sus elevadas tasas diferenciales con los países de la UE, que dominó en los ejercicios anteriores, lo que ha reducido pero no eliminado su presión inflacionista que, en este ejercicio, justificaría un aumento en 1 punto de la tasa de inflación. Mantener/mejorar ese comportamiento del coste laboral unitario constituye un requisito fundamental de la reducción del proceso inflacionista, lo que, a su vez, obliga al mantenimiento de la moderación salarial. El retardo de la transmisión de los menores aumentos salariales a costes laborales unitarios y, de éstos, a precios menores puede ocasionar la existencia de un período temporal en el que bajen los salarios reales, lo que constituye una

situación transitoria porque las ganancias en la reducción de la inflación terminarán mejorando los salarios reales. Esa pérdida temporal constituye un peligro cierto para afirmar y conseguir la necesaria moderación de salarios, cuyos efectos sobre la inflación y la mejora de la capacidad adquisitiva requieren un plazo dilatado.

Los costes de origen *externo* a la empresa también están presentes en las presiones inflacionistas en la actualidad por un doble motivo: en primer lugar, por el crecimiento de los precios de la importación en pesetas y por el aumento de las importaciones que ha difundido ese efecto alcista sobre la estructura productiva española. En segundo lugar, el aumento en los impuestos indirectos ha desempeñado un papel activo en el mantenimiento de una tasa de inflación elevada. Según los datos disponibles sobre el crecimiento nominal de la imposición indirecta su aumento puede evaluarse en torno a un 14% lo que, probablemente, habrá ocasionado, en 1994, una elevación en el IPC de más de 1 punto porcentual. Un efecto este de la imposición indirecta que anuncia el que producirá en el próximo ejercicio la elevación de un punto adicional del IVA y de los impuestos especiales sobre carburantes, alcohol y tabaco que, difícilmente, será inferior a ocho décimas adicionales sobre el IPC.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, ¿podrá mantenerse, en el futuro, la desaceleración paulatina de la inflación española? A esta pregunta crucial, el Banco de España responde, afirmativamente, si bien acentuando las seis condiciones básicas que deben cumplirse para sostener esa afirmación:

1. La pérdida de impulso del ciclo expansivo de los precios alimenticios, lo que parece confirmar su comportamiento en 1994. Por otra parte, esa estabilidad de los precios de los productos alimenticios se verá favorecida por la absorción ya realizada, del efecto alcista de la devaluación de la peseta sobre el Ecu verde y los precios agrarios internos. A esas partidas positivas se añade la negativa de las consecuencias previsibles de la sequía sobre las cosechas y sus precios en el año 95.

2. La expansión de la demanda interna debería acompasarse a las posibilidades ofrecidas por la capacidad productiva instalada y a su gradual ampliación durante la fase de expansión del ciclo. El cumplimiento de esta condición depende de una articulación razonable de la política presupuestaria y monetaria. La experiencia de la fase expansiva del ciclo anterior demostró, concluyentemente, que esa condición no fue respetada por la existencia de una política presupuestaria expansiva que complicó las tareas de la política monetaria hasta hacerlas imposibles. ¿Podremos contar en la expansión próxima con una "mezcla" y colaboración adecuadas de política presupuestaria y política monetaria? La diferencia entre la expansión de ayer (1986-89) y la de hoy (1995 y años siguientes) es no sólo que disponemos de las lecciones de la experiencia pasada sino también que contamos, en esta oportunidad, con la autonomía del Banco de España para definir su política monetaria de estabilidad y con la garantía de la definición de sus objetivos y su instrumentación que ha comprometido reducir la tasa de inflación, medida por los precios de consumo, por debajo del 3% a lo largo de los tres próximos años. Un objetivo ambicioso que recaba la ayuda, desde luego, de la política presupuestaria, de una prolongación de la moderación salarial actual y de acciones decididas en las reformas estructurales sobre las que luego se volverá. Esta colaboración indispensable de la política presupuestaria con la monetaria se ha convertido en el lugar común de todas las declaraciones de los intérpretes de la política económica. Una coincidencia que, sin embargo, carece de toda garantía por la indisponibilidad de las

necesarias y previas *reformas institucionales y del proceso presupuestario* que la doten de credibilidad. Algo que sucede también con las reformas estructurales de los mercados de bienes y servicios, siempre aludidas pero siempre faltas de disposiciones y calendario que garantice su presencia en los procesos de formación de precios.

3. Condición básica y ya repetida de la necesaria desaceleración de la inflación es la perseverancia en la moderación de los salarios monetarios y la flexibilización del mercado de trabajo. El Banco de España realiza a este respecto una afirmación que parece haberse convertido en una realidad vigente merced a los convenios colectivos firmados en este ejercicio, consistente en cambiar la moderación salarial por el aplazamiento de la entrada en vigor de las reformas del mercado de trabajo. Esta relación de cambio constituye una pérdida decisiva para el desarrollo económico y la convergencia *real* de la economía española con las de la UE. Nuestra economía no ganará competitividad, ni creará empleos, ni mejorará la retribución real del trabajo si no es capaz de generar y atraer nuevas inversiones que mejoren la calidad y el nivel tecnológico de su capital físico, si no es capaz de aumentar la cualificación de su fuerza de trabajo y si no acepta la movilidad resultante de la transformación necesaria de la estructura productiva. Para la realización de todos esos cambios -tras de los que se encuentra el progreso de nuestra economía- se precisan tanto la moderación en el crecimiento de los salarios monetarios como una ganancia en la flexibilidad del mercado de trabajo conseguido merced a las reformas realizadas en 1994 que es preciso aplicar.

4. Condición importante de la reducción de la inflación española, situada más allá de las decisiones de las autoridades y agentes económicos españoles es el mantenimiento del actual clima de estabilidad de precios en las economías industriales y, asimismo, que no se acentúe la elevación en curso de los precios de alimentos y materias primas en los mercados internacionales.

5. El Banco de España destaca la importancia que para desacelerar la inflación actual, para la reducción permanente de la misma y para mejorar las posibilidades de crecimiento tienen las reformas estructurales cuyo significado operativo no es otro -como afirma el Gobernador- "que la adopción de medidas liberalizadoras de las intervenciones excesivas o innecesarias de posiciones monopolistas o restricciones gremiales cuya consecuencia nociva no es otra que el encarecimiento de los bienes y servicios y el desaliento de la inversión, el avance tecnológico y el empleo". Una afirmación verdadera que debería merecer la realización efectiva de esas reformas apenas iniciadas pero siempre reiteradamente prometidas.

6. Desacelerar la inflación va asociada a la importante condición de eliminar el permanente obstáculo que para alcanzar ese objetivo indispensable tiene la reducción/eliminación de los sistemas de indiciación de rentas basadas en la inflación pasada que perpetúan y hacen irreductible el suelo elevado de la inflación actual.

El relato de ese mundo de la inflación española, contenida en el Informe con el que el Gobernador del Banco de España presentó los "Objetivos e instrumentos de la política monetaria para 1995" y que hemos resumido anteriormente muestra, con claridad, las dificultades de alcanzar ese propósito de importancia tan destacada para lograr un proceso de expansión duradera de nuestra economía en el futuro prometedor que abre la llegada de 1995. Si nuestra política económica no atiende con sus medidas a defender esa meta de la estabilidad necesaria y los agentes y la sociedad española no secundan ese propósito será imposible que logremos lo

que podemos conseguir. Quizás el principal activo con el que hoy contamos para aprovechar esa oportunidad histórica que materialice las perspectivas de un crecimiento sostenido y no inflacionista que tiene la economía española sea escuchar y atender a la voz y el consejo autorizado del Banco de España que no va a faltarnos en el futuro porque la política monetaria ha definido sus objetivos en 1995, en términos de tasa de inflación a medio plazo, lo que obliga a realizar periódicamente una valoración de las tendencias inflacionistas y a vigilar constantemente las variables que la condicionan. Valoraciones que el Banco de España hará públicas dos veces al año y en las que fundamentará las intervenciones de la política monetaria. Lo que es preciso es que esa lucha contra la inflación cuente con la audiencia y colaboración de las distintas ramas y medidas de política económica que la hagan eficiente, de forma que la compañía de otras políticas económicas de estabilidad caracterice a las actuaciones de la política monetaria en el futuro y no la permanente soledad con la que se aplicó en el pasado.

4. Reducir el déficit público, variar la política presupuestaria, detener el crecimiento de la deuda pública, tareas pendientes del 95.

El número anterior de "Cuadernos de Información Económica" contenía un conjunto de trabajos que analizaban el comportamiento del presupuesto del sector público para 1995. Del contenido de esos trabajos se deducían tres conclusiones fundamentales:

1. Que el déficit público previsto en el presupuesto de 1995, que aprobarán las Cortes españolas este mes de diciembre de 1994, apenas reduce su cuantía respecto de los niveles alcanzados en 1994 (sólo 0,6 puntos del PIB). La escasa ambición de los presupuestos del 95 para reducir el déficit público ha sido la característica negativa más denunciada en las valoraciones realizadas de su estrategia. Como ha afirmado el Gobernador del Banco de España: "Hubiera sido deseable una reducción mayor del déficit público previsto para el conjunto de las Administraciones Públicas y para el Estado". Las dificultades que ese déficit plantea para articular una política mixta, presupuestaria y monetaria de estabilidad son evidentes. Y la credibilidad de la política de crecimiento con estabilidad, factor decisivo para su consecución, es bien débil.

2. El presupuesto del 95 no altera los criterios a los que ha respondido la política presupuestaria en el pasado. Esos criterios que definen el comportamiento del presupuesto español, tal y como los ha identificado el profesor González Páramo (ver su trabajo: "Presupuestos Generales del Estado para 1995: el difícil anclaje de la estabilidad", publicado en "Cuadernos", núm. 91), son cuatro:

- a) Una política presupuestaria que desequilibra la mezcla de las políticas macroeconómicas de estabilidad y erosiona la credibilidad y los efectos de la política monetaria. Rasgo presente en el presupuesto de 1995, con la presencia de un déficit público elevado al que nos hemos referido ya (punto 1º).
- b) Práctica de una restricción presupuestaria -cuando ésta se ha intentado- equivocada, consistente, bien en elevar la presión fiscal o bien en reducir -sobre sus niveles convenientes- los gastos públicos de infraestructura. Ambas decisiones están presentes en el Presupuesto del 95. Como afirma el profesor Barea, en su trabajo publicado en "Cuadernos" núm. 91, la presión fiscal aumentará en 1995 en 0,60 puntos del PIB,

que coincide exactamente con la reducción del déficit de las Administraciones Públicas Centrales. Esta forma de proceder está en contra del Plan de convergencia, recientemente aprobado, que establece que la presión fiscal individual no aumentará y que la reducción del déficit público se logrará con la disminución del gasto público. Propósito incumplido ya que la reducción del déficit público en 1995 no se consigue con la reducción del gasto público, sino aumentando la presión fiscal. Por otra parte, es interesante notar que en la enumeración de objetivos para 1995 desaparece el de sostener el esfuerzo inversor de las Administraciones Públicas y el presupuesto mantiene un acusado sesgo hacia los gastos corrientes y en contra de los gastos de capital.

- c) Los tres problemas estructurales del sector de Administraciones Públicas persisten en 1995: 1) El elevado fraude fiscal que las estimaciones oficiales recientes sitúan en un nivel no inferior al 5% del PIB y para cuya reducción no se dispone de una estrategia comprometida públicamente de antemano que sirva de referencia para juzgar los esfuerzos de la Administración fiscal tendentes a su eliminación; 2) La inercia y el incrementalismo en las decisiones anuales del gasto público, que afirman sus valores para el ejercicio de 1995; 3) Un marco de descentralización de las Administraciones Públicas, caracterizado por la escasa corresponsabilidad fiscal, la duplicación de gastos y la inexistencia de mecanismos eficientes de coordinación con las Administraciones centrales sobre los que nada se ha adelantado en 1994.
- d) La experiencia prueba que las instituciones y los procedimientos presupuestarios están sesgados al déficit público. Y éstos no se han reformado en 1994. Se formulan declaraciones públicas que expresen la voluntad del gobierno de conseguir la consolidación del gasto público. Pero esa voluntad política no se dirige donde debiera: a la reforma institucional del Presupuesto que no ha experimentado cambio alguno.

3. El crecimiento de la Deuda Pública ha rebasado el criterio limitativo de Maastricht en 1994 (63,4% del PIB) y seguirá creciendo en 1995 (66,6% del PIB). La rápida acumulación de un elevado volumen de Deuda Pública es un hecho preocupante por dos motivos. El primero, porque esa elevación no es el resultado de aumentar en la misma proporción los activos públicos sino consecuencia del aumento de los gastos corrientes. En segundo lugar, por el carácter explosivo que la elevación de la Deuda Pública reviste cuando los tipos de interés superan a la tasa de desarrollo de la economía, situación que se produce en nuestra economía desde 1991.

Esas tres conclusiones manifiestan el pasivo que supone, para la expansión del 95, el sector de las Administraciones Públicas y la necesidad de actuar en las direcciones expuestas. Lo que, a corto plazo, puede hacerse, después de haber elegido un presupuesto tan poco riguroso como el del 95, es actuar en la línea propuesta por el Gobernador del Banco de España: "Que se adopten todas las decisiones duras y desagradables, pero posibles, para que, en modo alguno, se produzca un desbordamiento del lado de los gastos y el desbordamiento del lado de los ingresos se aplique a reducir el déficit". Un objetivo que el Gobierno parece haber asumido. El comportamiento exigente y necesario que demanda el logro de esa meta no se ha realizado por el sector de Administraciones Públicas en el pasado. A ese comportamiento del 95 debería seguir la iniciación inmediata de las medidas que permitan definir las importantes reducciones del déficit que el Programa de Convergencia prevé para 1986 y 1987 y que resultan indispensables.

5. El proceso de descenso y elevación de los tipos de interés y la comprometida situación relativa española del 95.

La evolución monetaria y financiera española durante los dos últimos años -de 1993 y 1994- ha venido caracterizada por grandes variaciones de los tipos de interés, movimientos que se inscriben dentro de los que han caracterizado a la economía europea y mundial.

Los hechos en que se manifiestan esas variaciones de los tipos de interés dentro del SME y sus cambios principales arrancan de la ampliación de las bandas de fluctuación de los tipos de cambio ($\pm 15\%$) de agosto de 1993, que permitieron a los bancos centrales acentuar el descenso de sus tipos de interés básicos o de intervención en los mercados monetarios, para adecuarlos a la situación de sus economías dominadas por la recesión productiva ocasionada por la debilidad de la demanda y por una desaceleración del proceso inflacionista. Un proceso de adecuación bajista de los tipos de interés que pudo realizarse sin afectar a la estabilidad de los tipos de cambio de las distintas monedas. Ese proceso reductor de los tipos de interés a corto plazo se ha detenido en el verano de 1994 por la presencia de una recuperación de las economías europeas más rápida de lo esperado y unas situaciones presupuestarias comprometidas. Incluso algunos países con monedas al margen del SME como Gran Bretaña e Italia (que se salieron del SME en la etapa crítica del 93) o Suecia han elevado sus tipos de interés básicos a corto plazo.

A este comportamiento de los tipos de interés a corto plazo se ha añadido el registrado en los tipos de interés a medio y largo plazo que habían registrado un descenso notable en la segunda parte de 1993, coherente con la situación recesiva de las distintas economías nacionales. Ese descenso se detiene, sin embargo, *antes* que el de los tipos de interés a corto: concretamente a partir de febrero de 1994. En esa fecha la Reserva Federal estadounidense eleva los tipos de interés del mercado de bonos a diez años. Corrección realizada en prevención de un alza temida de la inflación por la que se estimaba una fase avanzada del proceso de expansión. El mercado estadounidense acentuaría esa tendencia alcista de los tipos de interés a largo, elevando el tipo de interés sobre los bonos en 220 puntos básicos desde febrero hasta el otoño de 1996. Lo sorprendente, en principio, es que esa elevación se transmitiría a Europa, que vivía una coyuntura de débil recuperación bien distinta de la fuerte expansión americana. El fundamento de ese contagio alcista de los tipos de interés europeos residió en la desconfianza de los mercados ante los riesgos de inflación de los procesos de recuperación (acelerados en sus tasas a lo largo del ejercicio) y de la presencia de déficit públicos elevados que los mercados consideraban que obligarían a realizar ajustes a las políticas nacionales que los registraban. Esa elevación de los tipos de interés del mercado de bonos afectaría a todos los países europeos pero con abiertas desigualdades en función del juicio realizado por los mercados del pasado y futuro previsible de la inflación y de su déficit público.

El tercer cambio registrado en los tipos de interés afectó a su estructura. Las curvas de rendimientos a plazo, a lo largo de 1994, han tendido a adoptar pendientes positivas a partir de las pendientes negativas dominantes en 1993.

Estos comportamientos de los tipos de interés, vigentes en los mercados internacionales, se han traducido en los mercados españoles. En primer lugar, España ha vivido las reducciones de los tipos de interés de intervención a corto plazo del Banco de España tras la finalización de la crisis del SME, en agosto del 93, con propósito idéntico al movimiento registrado en otros países

Europeos: adecuar las variaciones de los tipos de interés a la situación recesiva de su economía, lo que llevaría al descenso de 4,75 puntos en 1993, una caída prolongada en 1994 hasta el mes de agosto con caída adicional de 1,65 puntos, lo que ha dejado el tipo de intervención en 7,35, hoy vigente. Descenso trasladado al mercado interbancario de depósitos y a los tipos de interés activos y pasivos de los intermediarios financieros. Ese descenso afectó, también, a los tipos de interés a largo plazo en 1993, llegando hasta enero de 1994 y ha contado con un gran beneficiario: el Tesoro que aprovechó esta situación para captar con sus emisiones deuda a largo plazo.

A partir del mes de febrero, siguiendo el contagio europeo del alza de los tipos de interés en el mercado de bonos generalizado en toda Europa, España registraría una de las subidas mayores de los países europeos marcando más diferencias con el bono alemán, sólo comparables a las de otros países comunitarios como Italia. Una elevación de los intereses a largo plazo que ha terminado por afectar a los plazos más cortos y a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito.

De modo que la economía española finaliza el ejercicio de 1994 con unos tipos de interés a corto y a plazo medio y largo, cuyo comportamiento se corresponde con las secuencias que han caracterizado su marcha y comportamiento en las economías europeas. Pero con una propiedad adicional: su divergencia alcista situada en torno a los 2 puntos porcentuales. Dicho en otros términos: España cuenta hoy con tipos de interés muy altos porque el conjunto de los tipos nominales y reales de interés de Europa y del mundo lo son, pero nuestros tipos nominales y reales de interés se sitúan en la zona alta de los tipos reales de interés europeos. Esa situación parece obligar a reducir ese margen diferencial de nuestros tipos de interés, que constituye un obstáculo muy importante para consolidar el proceso de recuperación. Porque el mantenimiento de tipos nominales y reales elevados y *diferenciales* de los europeos equivale a que nuestra recuperación económica pueda encontrar problemas mayores que otros países de la UE, con niveles relativos menores de tipos de interés.

Esa reducción del margen de los tipos de interés españoles debe lograrse actuando sobre las *causas* que condicionan sus niveles relativos. Obviamente, el factor más importante de esa diferencia se encuentra en la desigualdad de nuestras tasas de inflación, de modo que la reducción de las tensiones inflacionistas es un requisito indispensable en esta tarea. Por otra parte, resulta, asimismo, necesario mejorar el ahorro interno y, muy especialmente, reducir el déficit público cuyo nivel y continuidad presionan sobre los tipos de interés. Sin el cumplimiento de esas condiciones, la expansión de la economía española se verá amenazada por esa presencia de elevados tipos de interés nominales y reales y *diferenciales* con los europeos.

6. La moderación salarial para asegurar un crecimiento del coste laboral unitario igual o menor que el de los países de la UE.

Una de las causas explicativas de la pérdida de competitividad de la economía española, entre 1987 y 1982, fue el crecimiento diferencial del Coste Laboral Unitario (CLU) frente a nuestros competidores. Según los datos elaborados por la Dirección General de Previsión y Coyuntura, el tipo de cambio efectivo real entre 1987 y 1982, medido en términos del CLU de las industrias manufactureras, aumentó el 30,4% frente al conjunto de los países que integran la actual Unión Europea. Dicho porcentaje representa la pérdida de competitividad experimentada por la industria

española en el quinquenio citado. Una pérdida de competitividad que tanto daño ha causado a la economía española, dando lugar a la pérdida de 405.600 empleos en la industria manufacturera entre el segundo trimestre de 1991 e igual trimestre de 1994. Pérdida equivalente al 15% del empleo en el sector industrial manufacturero existente en 1991.

La moderación salarial registrada en 1994, la pérdida de empleos y el crecimiento del PIB, se han traducido en una moderación del CLU que, según nuestras estimaciones, se ha limitado al 2,2%, dato que contrasta con el 3,6% calculado para 1993 pero, sobre todo, frente al 7,8% de 1991 y al 6,4% de 1992. Guarismos que explican una de las principales causas de la crisis económica sufrida entre 1992 y 1993 y la pérdida de empleos que acompañó a la crisis.

ESTIMACION DE LA EVOLUCION DEL COSTE LABORAL UNITARIO
Años 1991 a 1994

Variación en % s/año precedente	1991	1992	1993	1994
a) Variación costes laborales	10,2	7,1	2,4	4,1
b) Variación empleo asalariado	0,2	-2,0	-4,3	-1,0
c) (a/b) Costes salariales por persona	10,0	9,3	7,0	5,2
d) Variación del PIB	2,2	0,7	-1,1	2,0
e) Variación del empleo	0,2	-1,9	-4,3	-0,9
f) (d/f) Variación productividad	2,0	2,7	3,3	2,9
g) (c/f) Coste Laboral Unitario	7,8	6,4	3,6	2,2

La reducción del CLU en 1994, aún siendo muy importante, se explica fundamentalmente por la ganancia de la productividad aparente del factor trabajo (2,9%), a consecuencia del descenso del empleo que, aún siendo menor que en 1993 todavía, en media anual, registrará una pérdida en torno al 0,9%.

Cuando se compara el comportamiento del CLU español y el de la media de la Unión Europea, se observa cómo todavía el CLU español aumentó, en 1994, 1,2 puntos más que la media de la UE y 1,5 más que en el grupo de países centrales. Algunos países como Alemania, es posible que terminen registrando CLU *negativo* en 1994.

La moderación del CLU constituye un objetivo básico para consolidar un desarrollo estable de nuestra economía pues afecta al crecimiento de los precios, a la mejora de la competitividad del sistema económico y a la creación de empleo.

El CLU es el auténtico índice de la evolución del "precio" de los salarios, en la medida que el crecimiento salarial nominal es corregido del aumento de la productividad. El Servicio de Estudios del Banco de España ha probado, reiteradamente, que, aproximadamente el 50% del CLU, se traslada al crecimiento del IPC. Es decir, el crecimiento del CLU en 1992 explicó aproximadamente 3,2 puntos del alza del IPC en dicho año. En 1994, el crecimiento del CLU sólo habrá sido responsable del alza de 1,1 puntos del IPC -como ya se ha indicado anteriormente- o, lo que es lo mismo, sólo de su 23%. La moderación salarial frena el crecimiento del CLU y, éste, el alza de los precios de consumo.

La incidencia del CLU en la evolución de la competitividad, está en su propia definición. En la medida que la variación de la competitividad se mide en términos del tipo de cambio efectivo real, resulta obvio que la evolución del CLU unida al tipo de cambio nominal, son los indicadores que explican la variación de la competitividad en términos macroeconómicos. Sólo con un CLU moderado, ajustado al que registren nuestros competidores, sería posible el sostenimiento de la competitividad que, en el caso de la industria, es decisiva para la creación de empleo.

La mejora del CLU en 1994 es un hecho evidente que explica la razón fundamental del despegue de la economía española. Perseverar en la línea de moderación salarial ajustándola a los objetivos de inflación establecidos por la política económica, es una tarea que deberían asumir los agentes económicos para recuperar parte del empleo destruido en los años de crisis económica, 1992 a 1994.

7. Mejorar la competitividad para reducir el saldo adverso de la balanza comercial.

¿Qué noticias transmiten nuestros intercambios con el resto del mundo que puedan afectar a la expansión del 95? Esa pregunta cuenta con la legitimidad que para su formulación le concede el hecho probado de la debilidad de nuestra balanza de pagos ante los procesos de expansión que muchas veces han detenido su continuidad. Y las novedades, efectivamente, existen en 1994. La primera y principal que, por esta vez y por este año -como hemos afirmado reiteradamente-, el sector exterior se ha convertido en protagonista principal del crecimiento de nuestra economía. Sin embargo, no convendría dejar las cosas con la satisfacción que pueda producir ese comportamiento porque, por debajo de esa conclusión tan positiva, se han registrado movimientos de la balanza de pagos que siembran una justificada preocupación frente al futuro. Esos movimientos son los que registran la balanza comercial y la balanza de rentas de inversión. Comenzando por esta última, debe afirmarse la rotundidad de la presencia de sus saldos negativos registrados ya en el ciclo de desaceleración y recesión de la economía española. Ese saldo adverso ha crecido a una tasa próxima al 40% en 1994, situándose en -2,26% del PIB. La fuerza de ese saldo negativo deriva de la acumulación de deudas e inversiones por nuestra economía que deberá hacer frente a pagos futuros importantes lo que reclama la generación de ingresos por otras partidas de la balanza corriente si no deseamos perder reservas o aumentar el endeudamiento exterior. Y es aquí donde el comportamiento de la balanza comercial en 1994 despierta algunas preocupaciones de cara al futuro.

El dinamismo de nuestro comercio exterior de mercancías ha constituido una noticia destacada en 1994. En su informe de otoño, el Banco de España hacía notar que el crecimiento de las exportaciones de mercancías no podía explicarse atendiendo a su *comportamiento pasado*: "Las elasticidades históricas, contrastadas empíricamente, con respecto a los precios relativos de los bienes exportados y a la demanda de los países destinatarios de los productos españoles no llegan a justificar una evolución tan favorable como la que vienen registrando las ventas españolas al exterior en el presente año".

A ese sorprendente y positivo comportamiento de las exportaciones de mercancías se añadía, también, en el ejercicio actual, el intenso aumento de la importación de mercancías, tampoco explicable atendiendo a sus elasticidades históricas.

Hemos solicitado del Servicio de Estudios del Banco de España los cálculos de ambas funciones de exportación e importación que, con amabilidad extraordinaria que agradecemos, nos han facilitado y que ofrecemos a nuestros lectores en el cuadro núm. 3. Como puede comprobarse, las tasas de incremento real observadas por las exportaciones no energéticas en los últimos años fueron replicadas correctamente por la función estimada de exportaciones, a partir de la contribución de las distintas variables significativas. Sin embargo, el aumento real previsto para el año 1994 no puede explicarse convenientemente a partir de dicha ecuación, esperándose un incremento real *muy superior* al simulado.

En el caso de las importaciones, ya en el año 1993, se produjo un descenso real significativamente inferior al obtenido con la función correspondiente, acentuándose aún más el error de previsión en 1994, al no poder explicar la ecuación la fuerte recuperación registrada por las importaciones no energéticas en términos reales.

CUADRO NUM. 3

COMERCIO DE BIENES NO ENERGETICOS					
Contribuciones de las variables explicativas (a)					
Exportaciones no energéticas					
	1990	1991	1992	1993	1994
Crecimiento de los mercados de exportación	4,0	2,1	2,3	-1,8	2,6
Competitividad	-3,6	1,5	-0,8	11,8	4,1
Senda de largo plazo	8,4	4,6	1,9	0,3	3,3
Total	8,8	8,1	3,3	10,2	10,0
Observado	7,3	9,5	5,6	11,3	21,0
Importaciones no energéticas					
Demanda final	13,1	10,7	6,5	-4,5	8,6
Competitividad	3,3	1,8	0,9	-2,6	-1,9
Senda de largo plazo	-4,3	-2,5	-2,3	-2,0	-2,2
Total	12,1	9,9	5,1	-9,1	4,5
Observado	8,1	9,8	4,9	-6,5	13,3
Pro memoria:					
Elasticidades de largo plazo:					
<i>Exportaciones</i>					
- Mercados de exportación	1,65				
- Competitividad	-1,14				
<i>Importaciones</i>					
- Demanda final	2,10				
- Competitividad	-0,87				

(a) Tasas de variación logarítmicas.

Fuente: Banco de España.

Ese doble comportamiento de la exportación e importación de mercancías en 1994 llevará a un déficit de la balanza comercial de unos 3,5 puntos del PIB, detrás del cual está el aumento de las importaciones y su mayor fortaleza relativa respecto de las exportaciones (las importaciones de mercancías suponen 4 puntos más en su participación en el PIB que las exportaciones: 17,33% del PIB frente a 13,19% de las exportaciones en 1993 y, probablemente, 18,23% del PIB en 1994 para importaciones y 14,70% del PIB en las exportaciones). Quizás el dato del crecimiento de las exportaciones en el 94 sea uno de los resultados que mueven más al optimismo sobre el futuro de nuestra economía, pero el aumento de las importaciones de mercancías siembra preocupaciones fundadas de cara a su comportamiento cuando se registre la expansión que se espera en 1994. En efecto, si se considera que, a pesar de la debilidad de la demanda interna, las importaciones de mercancías crecieron en 1994 a tasas superiores al crecimiento del PIB nominal, nos encontraríamos frente a un comportamiento sobre el que han llamado poderosamente la atención todos los análisis de la economía española. Porque ese comportamiento nos está indicando que nuestro PIB, incorpora cada vez un contenido más elevado de bienes importados. Un hecho importante para la evolución futura de la economía y cuya explicación buscan muchos analistas en el hecho de la desaparición entre 1991 y 1993 de buena parte de empresas industriales que no pudieron sobrevivir a consecuencia de los altos costes de producción y el tipo de cambio que las hizo perder competitividad, no sólo en los mercados exteriores sino en el propio mercado interno. La pérdida de 405.600 empleos en la industria manufacturera entre los segundos trimestres de 1991 y 1994 se debió, en parte, al ajuste de plantillas de las industrias supervivientes, pero también fue a causa del cierre de un número considerable de plantas industriales que, al desaparecer del mercado, dejaron un espacio libre a los productos extranjeros. Es difícil evaluar sus efectos futuros en términos de necesidad de importación pero lo acontecido en 1994, año en el que las importaciones de bienes de consumo no alimenticios crecieron en torno al 7%, cuando su consumo interior apenas habrá superado el 2%, supone la aparición de una señal de alarma para el futuro de nuestra balanza exterior en bienes y servicios. Una señal de alarma que obligaría a utilizar *todos los medios disponibles para mantener/aumentar la competitividad* de nuestras producciones con la aplicación de todas las medidas que integran una política de competitividad bien entendida.

8. Ganar credibilidad en los mercados financieros asegurando la mejora de la inflación y el control/reducción del déficit público.

Como "Cuadernos" ha venido reiterando a lo largo de sus últimos números, los mercados financieros se han convertido en un *árbitro* de la coyuntura de los distintos países a través de la elocuente palabra de sus cotizaciones. Para conocer como ha evolucionado este juicio a través del año actual podemos tomar la conocida cotización del Bono a 10 años alemán y sus diferencias con el español. El gráfico núm. 2 muestra la evolución a lo largo del año 94 de los tipos de interés impuestos por los mercados para los bonos alemanes y españoles así como la evolución del diferencial de tipos de interés entre ambos. Es ese *diferencial* de tipos de interés el que permite apreciar la evaluación del mercado de nuestra situación económica. Como puede comprobarse, desde el 7,76% en que se situaban los tipos de interés de los bonos españoles a 10 años con un diferencial respecto a los bonos alemanes de 2,55 puntos, a finales de enero de 1994, su valor ha pasado el 20 de diciembre de este año a 11,55% como tipo de interés y a un diferencial de 401 puntos básicos. Dicho en otros términos: el mercado ha ido perdiendo credibilidad y confianza en los valores españoles a lo largo del año y ha exigido el pago de una prima creciente de interés para la aceptación de los bonos españoles.

Explicar la apertura de los diferenciales de los tipos de interés entre los valores de la deuda en distintos países se ha convertido en una industria con una creciente demanda. Recientemente, el Instituto Monetario Europeo ha realizado un estudio con el propósito de elegir las mejores respuestas. Estas han discurrido en dos direcciones. La primera, utilizar la experiencia inflacionista de cada país como factor de credibilidad de la solvencia y rentabilidad de su deuda. La segunda, es acudir a los déficit públicos apreciándolos en relación al PIB de cada país como referencia de si al recuperarse la economía, la demanda adicional de fondos elevaría los tipos de interés. La debilidad política de los gobiernos se acusa justamente en esos dos frentes de dominar la inflación y reducir el déficit público que reclaman decisiones que precisan de gobiernos estables con sólidas mayorías. Por este motivo, los mercados de deuda tienden a reflejar todos aquellos acontecimientos políticos o sociales que puedan debilitar el poder de los gobiernos para actuar sobre esas dos variables económicas -inflación y déficit- que condicionan la estimación de la solvencia y credibilidad de un país por los mercados internacionales.

Estas dos explicaciones están detrás, indudablemente, de la mala posición de la deuda pública española a plazo medio y largo en el mercado de bonos a 10 años. Podríamos decir que el árbitro del mercado internacional ha juzgado desfavorablemente los bonos españoles como alternativa de inversión. Esta situación encarece los tipos de interés a medio y largo plazo por la prima de riesgo cargada sobre los tipos de interés y contagia a los tipos de interés a los plazos más cortos lo que, indudablemente, perjudica el proceso de recuperación.

Ganar credibilidad en ese mercado de bonos ya sabemos lo que significa. Nos lo ha dicho el Instituto Monetario Europeo: reducir el proceso inflacionista y controlar/disminuir el déficit público. Dos exigencias desde las que los analistas orientan sus recomendaciones de inversión de los poderosos fondos que acuden a los mercados financieros. Inversiones presididas por la globalización y liberalización de sus movimientos. La fuerza y poder actual de los fondos que acuden a esos mercados concede a los mismos todas las características de un árbitro superior para juzgar a las distintas economías e imponer sus decisiones sobre las propias de las políticas nacionales. Y lo que los mercados de bonos reclaman de los rectores de la política económica para reducir los diferenciales de tipos de interés españoles es un comportamiento disciplinado y equilibrador de nuestra economía que reduzca la perturbadora inflación diferencial y el déficit público. De esta manera, lo que los mercados piden con la insistencia rotunda de sus cotizaciones es la aplicación efectiva y perseverante de una política económica que España necesita para lograr una etapa saneada de expansión que, a partir de 1995, consiga reemprender la convergencia real de nuestra economía con las de la Europa comunitaria, pretensión básica de la integración de España en la UE.

GRAFICO NUM. 2
DEUDA PUBLICA A 10 AÑOS
(Evolución de rentabilidades y diferencial con Alemania)

