

PRESENTACION

La llegada de las vacaciones veraniegas de 1992, despide el curso económico con graves desajustes y desequilibrios. La economía española atraviesa indudablemente una etapa difícil, caracterizada por un crecimiento más débil que el previsto (las estimaciones actualizadas de aumento real del PIB en 1992 se sitúan entre el 1,5 y el 2 por cien) que, naturalmente, ha generado una elevación en la tasa de paro que, al término del primer trimestre de 1992, se situaba en el 17,5 por cien de la población activa. Crecimiento débil y mal cimentado, ya que las previsiones más optimistas sobre la formación de capital apuntan hacia un crecimiento nulo de la inversión nacional, que deja muy atrás el 3,2 por cien que pronosticaba el Programa de Convergencia del gobierno.

Pese a la desaceleración de su crecimiento, la economía española acusa desequilibrios graves en el frente de la inflación (con un diferencial en el IPC de 1,7 puntos en mayo, respecto a la media comunitaria); en el déficit público, cuya magnitud conocida, en el primer semestre, desborda todas las previsiones, y en el recrudecimiento del desequilibrio exterior.

Las autoridades económicas han reconocido implícitamente el desajuste existente y han adoptado, en el Consejo de Ministros del pasado día 21 de julio, una serie de acuerdos que, en parte, han cristalizado en el Real Decreto Ley 5/1992, de 21 de julio, sobre Medidas Presupuestarias Urgentes, que intentan, con más parcialidad y voluntarismo que eficacia, un ajuste de la deteriorada situación.

"El ajuste inevitable" es el tema que da título a este número doble (64-65) de "Cuadernos de Información Económica" y al amplio artículo con que se inicia su contenido. La tesis fundamental que en el mismo se sostiene es doble:

- 1. La creciente disparidad entre los datos de la coyuntura económica y las previsiones del gobierno hacen, como primera exigencia, inevitable ajustar los datos económicos de la España oficial a los de la España real.*

Para afrontar con realismo y decisión los problemas económicos, lo primero es su conocimiento real. Los datos y estimaciones disponibles muestran una disparidad considerable y tozuda entre la realidad económica y las previsiones oficiales contenidas en el Programa de Convergencia.

2. *Es de esa revisión y de ese conocimiento real de las cifras económicas fundamentales que debe partir el ajuste inevitable de la situación a partir de las políticas económicas convenientes.*

Un análisis que ese primer artículo aborda en cinco escenarios distintos.

a) La necesaria reforma de la política presupuestaria, tímidamente iniciada por el RDL 5/1992 de 21 de julio, que contenga el crecimiento explosivo del gasto público y practique la necesaria consolidación del déficit público, punto central de los desequilibrios actuales de la economía española.

b) La necesidad de una combinación de políticas económicas que no descansen, como hasta ahora, el peso de la estabilización sobre la política monetaria.

c) La urgente actuación que aporte la necesaria liberalización e introducción de la competencia en el sector de los servicios que, a su vez, colabore a eliminar el carácter dual de la inflación española. Inflación dual que se manifiesta en el hecho de que en el período enero-junio de 1992, frente a un crecimiento de los precios del componente de manufacturas industriales en el IPC del 5 por cien, el aumento del componente de servicios (sin alquileres) fue del 10,5 por cien.

Tal como muestra el Gráfico del Mes, los crecimientos de precios más intensos se han producido en áreas reguladas e intervenidas por el sector público (enseñanza, servicios médicos y transportes).

d) La flexibilización del mercado de trabajo que evite su actual segmentación, rompa con las prácticas insostenibles de indiciación de salarios y reforme el inadecuado esquema actual de la formación profesional.

e) El fomento de la competitividad de los productos españoles, y no sólo mediante las políticas de ajuste que moderen la evolución de precios y costes, sino adoptando medidas específicas que estimulen la penetración de los productos españoles en los mercados interno y externo.

Un amplio panorama que requiere partir de un diagnóstico serio y compartido de la

situación económica y establecer un acuerdo sobre la forma de repartir los costes de ese ajuste económico:

** El artículo del profesor José Barea realiza con precisión un "Análisis de la ejecución del Presupuesto del Estado y de las medidas adoptadas para reconducir el déficit", y concluye la escasa repercusión sobre el déficit de 1992 de las medidas presupuestarias recientemente adoptadas.*

** El profesor José L. Raymond, estudia el alcance de la modificación practicada por el RDL 5/1992 en la tarifa del IRPF, que supone un retroceso respecto a la contenida en la Ley del Impuesto.*

** Se ofrece después un amplio comentario del reciente Informe del Tribunal de Defensa de la Competencia sobre el libre ejercicio de las profesiones, al que se acompaña, como anexo, el texto de la Ley de Colegios Profesionales de 13 de febrero de 1974, tal como éste quedaría si se aceptaran por las Cortes las modificaciones propuestas.*

** Se incluye también una nota puramente aclaratoria sobre el debatido tema de la constitucionalidad de la retroactividad de las normas fiscales adoptadas por el gobierno. Un tema que, con independencia de sus aspectos jurídicos, en los que las sentencias del Tribunal Constitucional sobre temas que guardan cierta similitud apuntan hacia su constitucionalidad, es obvio que, desde una perspectiva social y económica, altera un marco condicionante de la actividad económica tan importante como el fiscal personal, al que se habría llegado en fecha relativamente cercana, tras un amplio debate político y técnico.*

** Finalmente, José de Hevia y Alfonso Novales ofrecen, en su comentario sobre los resultados de la EPA correspondientes al primer trimestre de 1992, una clara confirmación del deterioro producido en el mercado de trabajo desde principios de 1991. Su estimación del crecimiento real de la economía española durante 1992 se sitúa, en la versión más optimista, en torno al 1,6 por cien, con una tasa de paro sobre el 18,5 por cien.*

La gravedad objetiva de la situación económica española que los datos y reflexiones contenidos en las colaboraciones antes comentadas evidencian tiene, desde una perspectiva sociológica, su lógica manifestación en los resultados del Índice del Sentimiento del Consumidor que Francisco Alvira y José García López comentan en este número de "Cuadernos".

Al término del primer semestre de 1992, el índice de confianza del español medio sobre la evolución de la economía española se situaba en el valor 79, cuatro puntos por debajo del que reflejaba la consulta realizada en febrero de 1992, y 19 puntos menos que en junio de 1991. Evolución descendente que manifiesta una pérdida de confianza de los ciudadanos españoles sobre la evolución económica que se caracteriza por la rapidez con que se ha producido, la particular intensidad que manifiesta en la valoración de la economía nacional -muy superior a la que se refleja en la evolución de la propia economía familiar-, y que es particularmente intensa en los grupos de rentas más elevados.

Los temas de este primer bloque informativo relativo a la economía española se cierran, en este número, con el amplio análisis crítico que el profesor Ricardo Alonso realiza sobre la sentencia del Tribunal Constitucional de 1 de julio sobre la necesaria reforma de la Constitución como requisito previo para la ratificación del Tratado de Maastricht. Un trabajo que llama la atención sobre las consecuencias formales de la sentencia del Alto Tribunal sobre la libre circulación de trabajadores, y que, en todo caso, complementa y amplía su previo trabajo publicado en el nº 63 de "Cuadernos" (pgs. 39 a 45).

Polémica sobre la Unión Monetaria Europea.

La negativa danesa a ratificar los acuerdos de Maastricht ha constituido el catalizador de una aguda e importante polémica económica sobre la conveniencia de avanzar en la construcción de la Unión Económica y Monetaria Europea.

"Cuadernos de Información Económica" recoge, en este número, las piezas básicas de esa polémica, precedidas de un amplio comentario de José Luis Malo de Molina.

Cronológicamente, el primer aldabonazo sobre el tema fue el manifiesto formulado por sesenta economistas alemanes el pasado 11 de junio, desde las páginas del "Frankfurter Allgemeine", en contra de los acuerdos de Maastricht. En realidad, no constituye una discusión sobre la idea de la Unión Monetaria en sí misma, sino más bien una crítica a los acuerdos adoptados en Maastricht y la manifestación del temor de que las prisas excesivas representen un peligro de ruptura del proceso de avance hacia una unión económica y monetaria duradera. Su tesis fundamental es que los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht son débiles y que, en todo caso, su cumplimiento por los países comunitarios para acceder a la tercera fase de la Unión no debe ser flor de un día, sino que debe asegurar mediante un equilibrio duradero, demostrado durante varios años,

la aproximación real de las economías y el cumplimiento de las reglas de comportamiento económico establecidas.

Pero ha sido, sin duda, el provocativo artículo del eminente Profesor de Harvard Martin Feldstein, en las páginas de "The Economist", del pasado 13 de junio, el que ha alimentado la polémica. La posición de Feldstein es crítica respecto a la construcción de una unión monetaria europea y pivota sobre dos argumentos centrales. En primer lugar -afirma- la plena integración económica de los países de Europa no exige una moneda única. En segundo lugar, la moneda única, que sí constituye un requisito de la unión monetaria, supone riesgos y costes económicos especialmente importantes para los países periféricos, que sólo adquieren sentido cuando existe una voluntad, aún no suficientemente conformada, de avanzar hacia una plena unión política. Costes económicos que podrían materializarse en reducciones del comercio, en la mayor variabilidad de la producción y el empleo, e incluso en la posibilidad de que se generen tensiones inflacionistas, posibilidades que derivan de la obligada renuncia que la Unión Monetaria implica para utilizar el tipo de cambio y los tipos de interés como instrumentos de defensa de cara a la competencia y al estímulo del crecimiento interno.

La crítica a la posición de Feldstein no se hizo esperar. Primero fue una carta de cuatro economistas europeos (De Grauwe, Gros, Steinherr y Thygesen) al director de "The Economist". Después ha sido el artículo colectivo de ocho economistas del Center for Economic Policy Research en "Le Monde" del pasado 17 de julio.

La argumentación básica de estas respuestas es clara: Feldstein exagera los riesgos de la unión monetaria, en particular sus temores de estancamiento de los países menos ricos, y no considera los efectos positivos de una moneda única sobre el comercio interno del área y como reductor de los costes de transacción. Que una unión monetaria comporta problemas y riesgos es obvio, pero muchos de ellos ya existen en la situación actual. La unión monetaria sólo viene a consolidar, con una estructura institucional y una moneda única, la actual situación de fijeza de paridades y de libre movimiento de capitales. O ¿es que Feldstein pretende una vuelta al sistema de cambios flotantes y devaluaciones competitivas de tan nefasta experiencia en el pasado?. El trecho que va desde la situación presente hacia la UEM es un camino sin alternativa.

Particular interés presentan, en este ámbito, los comentarios que formula José Luis Malo de Molina, sobre todo por la óptica desde la que están realizados: la de los países que, en opinión de Feldstein saldrán más perjudicados esto es, los países periféricos de la Comunidad.

Las ventajas que estos países pueden esperar de un proceso de integración, derivan de su mayor potencialidad de crecimiento -afirma Malo de Molina-, que recibirá el impulso derivado de la fuerte expansión de los mercados y, especialmente, del ahorro e inversión externos. Pero, ciertamente, la efectividad de esas ventajas depende de su capacidad para acometer el necesario esfuerzo de modernización y convergencia de sus economías que las dote de la indispensable estabilidad y flexibilidad.

Un camino no exento de dificultades, sobre todo en economías particularmente propensas a la inflación y con rigideces estructurales que condicionan el adecuado funcionamiento de los mercados de productos y factores, y con particular intensidad en el mercado de trabajo. Pero las dificultades que entraña la Unión Monetaria -y en esto, al menos, Feldstein no parece estar en lo cierto- son las mismas que existen en una pura integración económica. La Unión Monetaria es sólo un complemento de la integración económica que permite potenciar los beneficios de ese proceso.

Es cierto que, en el ámbito de la UEM, los países pierden autonomía monetaria y no podrán utilizar las modificaciones del tipo de cambio como arma competitiva, pero también lo es, como la experiencia muestra, la repercusión negativa del curso de ese instrumento sobre la tasa de inflación interna y, por otra parte, que la estabilidad del tipo de cambio afecta positivamente a lo que más puede beneficiar, en un proceso de integración, a los países menos avanzados: la afluencia de capital exterior.

Que la Unión Monetaria se convierta en un mecanismo que beneficie más a los países avanzados, ahondando las diferencias con los que lo están menos, será, en última instancia, un reflejo de la incapacidad de estos últimos para corregir los desequilibrios y defectos de funcionamiento de sus economías.

Cumbre Latinoamericana en Madrid.

Durante los días 23 y 24 de julio se ha celebrado en Madrid la anunciada cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de países iberoamericanos. La reunión ha comportado la firma de multitud de acuerdos y declaraciones económicas, científicas y culturales; pero, tal vez, una de sus principales aportaciones ha sido poner de manifiesto el profundo cambio que se está produciendo en la política económica de los países latinoamericanos.

Como destaca Ricardo Cortes en su nota titulada "La política económica en

Latinoamérica: ¿El fin de la utopía?", países como México, Argentina, Venezuela o Perú han abandonado sus viejos modelos "populistas" de pretendido desarrollo con intensa y creciente inflación en un contexto de redistribución a ultranza por la vía de la permanente indiciación salarial, que habían arruinado sus economías, y los han sustituido por esquemas serios para lograr una senda de crecimiento estable. Tal cambio de política está dando sus frutos, y hoy cabe afirmar que la prosperidad económica de los diferentes países latinoamericanos va en proporción directa al abandono de las tesis populistas.

Balanza de Pagos, balanza "fundamental" y movimientos de capitales.

La nota periódica que realiza Analistas Financieros Internacionales discurre en esta ocasión sobre el comportamiento de la balanza de pagos española en los primeros cinco meses del año. El signo general de su evolución es el deterioro que han experimentado tanto el déficit comercial como el de la balanza corriente, que eleva las previsiones del déficit corriente para 1992 a 3,6 por cien del PIB (3 por cien en 1991).

Las fuertes adquisiciones de Deuda Pública por no residentes en 1991 tienen ahora su lógica contrapartida en los pagos por intereses que contrarrestan los mayores ingresos de otros servicios, especialmente los procedentes del turismo.

La situación se caracteriza por la expansión del déficit corriente y la desaceleración de las inversiones extranjeras. Los movimientos de capital a corto plazo registran, en el mes de mayo, un saldo ligeramente negativo.

Dos interesantes cuestiones se plantean al hilo de esta situación, a las que tratan de ofrecer una primera respuesta -son temas de los que, sin duda, habrá que seguir ocupándose- sendos trabajos contenidos en este mismo número de "Cuadernos".

La primera de ellas es la relativa a los efectos de la entrada en vigor, el pasado 1 de febrero, de la nueva normativa sobre control de cambios, que liberalizaba plenamente los movimientos de capital entre residentes y no residentes. En particular, es importante calibrar el alcance que podría llegar a tener el proceso de "deslocalización" de depósitos. El tema es importante no sólo para las entidades financieras, que pueden ver desviado parte de su negocio bancario, sino también para las autoridades, puesto que tal comportamiento reduce el significado de los agregados monetarios y

complica la instrumentación de la política monetaria.

Eloisa Ortega destaca en su colaboración dos factores claves que condicionarán el futuro de estos movimientos de capital: las diferencias de tratamiento fiscal de los rendimientos del ahorro entre países y las disparidades en el coeficiente de caja exigido a las entidades financieras. Estas diferencias afectarán tanto al desplazamiento de depósitos en divisas de residentes como a la localización en el exterior de depósitos en pesetas de residentes.

En este sentido, es preciso reconocer la inferioridad de condiciones del sistema financiero español. La retención aplicable en España a los rendimientos de los depósitos es un 25 por cien, mientras que la retención en los restantes países comunitarios oscila entre el cero (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia y Holanda) y el 15 por cien (Portugal). Y, por lo que al coeficiente de caja se refiere -cuyo valor en España, como es bien sabido, se sitúa en el 4,5 por cien desde primero de marzo de 1992-, cuatro países comunitarios (Bélgica, Francia, Holanda e Italia) no aplican coeficiente de caja sobre los depósitos de no residentes, y en otros casos es sensiblemente inferior al aplicado en España.

La condición de asegurar la nivelación del terreno de juego en la competencia financiera apunta, por tanto, a la necesaria rectificación de estas disparidades o, de otra suerte, habrá que conformarse con un flujo importante de "deslocalización" de depósitos.

La segunda cuestión que el creciente desequilibrio exterior suscita es el de la "sostenibilidad" del déficit externo de la economía española. Los economistas José Viñals, Asesor Económico del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la CEE, y Juan José Dolado, titulado del Servicio de Estudios del Banco de España, han propuesto abordar este tema partiendo de un nuevo concepto de balanza exterior: el de balanza fundamental cuyo saldo se define como el resultado de sumar al saldo de la balanza corriente (neto de intereses) las inversiones netas directas del exterior es decir, las que no comportan pagos de intereses.

La sostenibilidad del déficit exterior dependerá, en última instancia, de cuáles sean las perspectivas del saldo de la balanza fundamental en comparación con las cargas financieras exteriores de la economía.

La Instantánea Económica muestra los datos básicos de la balanza fundamental española para 1990, 1991, y el período enero-mayo de 1992. Para 1990 y 1991, la balanza

fundamental aparece en práctico equilibrio. Sin embargo, el período enero-mayo de 1992 muestra una fuerte aceleración del saldo negativo que introduce perspectivas más inquietantes respecto a la solvencia futura exterior de la economía española, y que obliga a plantearse, con toda urgencia e intensidad, las políticas que conduzcan a mejorar la competitividad de la producción española y a reducir la tendencia al deterioro de su saldo exterior.

El crédito a las familias en España.

El análisis del comportamiento y evolución del crédito a las familias en el período 1985-1991 es el tema abordado en la colaboración de Ignacio Fuentes. La importancia cuantitativa del crédito familiar en el sistema financiero español, y la particular dedicación a este colectivo por parte de las Cajas de Ahorros, dotan de especial interés a su estudio.

El autor divide el período considerado en dos subperíodos. En el primero de ellos (1985-1989), se observa un excepcional crecimiento del crédito a las familias (24 por cien) frente al crédito a las empresas (11,1 por cien), tanto en su componente de crédito al consumo como de crédito hipotecario. La reactivación económica característica de esta etapa, la propia estrategia de las entidades crediticias, temerosas de que la competencia pudiera arrebatarles esta parcela de actividad, el avance de la desintermediación en el sector empresarial, junto con la mayor rentabilidad y menor morosidad del crédito familiar, impulsaron esta faceta de la actividad financiera.

En el período 1989-91, la tasa de crecimiento del crédito familiar por parte del sistema bancario se ha visto moderada (16,3), sobre todo en el crédito al consumo, seguramente como reflejo de la contención del gasto que ha acompañado a la desaceleración de la actividad económica, y también, en alguna medida, como efecto de los controles cuantitativos del crédito establecidos en 1989 y 1990.

El autor concluye manifestando la potencialidad futura del crédito familiar y el impulso que experimentará al hilo del proceso de titulización de créditos -especialmente hipotecarios- que está tomando cuerpo en el sistema crediticio.

Grupos estratégicos de Cajas de Ahorros.

El aumento de la competencia entre las instituciones financieras, propiciado por la liberalización del sistema y el desarrollo de la innovación, otorga particular interés al estudio de las

estrategias seguidas por las instituciones financieras para actuar con ventaja competitiva en los mercados.

El artículo de Ramón Martínez Vilchez, que se contiene en este número de "Cuadernos", trata de explorar la existencia de grupos estratégicos homogéneos en el sector de Cajas de Ahorros en España.

El trabajo identifica cinco dimensiones o vectores estratégicos: expansión, liderazgo en costes, diferenciación, estructura de negocio y solvencia, lo que le permite agrupar a las Cajas españolas en cinco colectivos con estrategias homogéneas distintas. Una línea de trabajo que aporta un nuevo instrumento de análisis para juzgar y orientar la adecuación de la estrategia de las Cajas de Ahorros frente a las entidades con las que concurren en los mercados financieros.

La reforma del Impuesto sobre Sociedades

El Instituto de Estudios Fiscales del Ministerio de Hacienda solicitó, mediante una amplia encuesta de un conjunto de profesionales e instituciones, su opinión respecto a los puntos básicos de una posible reforma del Impuesto de Sociedades.

Dado el interés del tema y su repercusión en el mundo empresarial y también para las instituciones financieras, y "Cuadernos de Información Económica" ha recogido en este número el texto del Informe que, en respuesta a la citada consulta, ha elaborado un grupo de catedráticos de Hacienda Pública de la Universidad española bajo la dirección del Profesor Fuentes Quintana. Sus propuestas han merecido la conformidad de otros muchos profesores universitarios y ha suscitado la adhesión institucional del Colegio de Economistas de Madrid.

El Informe contiene un repaso sistemático de los temas viejos y nuevos del impuesto y opta por la continuidad del Impuesto de Sociedades en el sistema impositivo español, tanto por su capacidad recaudadora como por su posibilidad de utilización como instrumento de control. Defiende una aproximación novedosa y pragmática para evitar el doble gravamen de los dividendos y sugiere un conjunto de propuestas que mejoran la técnica del impuesto y evitan la creación de distorsiones de la competencia en el marco de las relaciones económicas de la Europa Comunitaria.

Otras informaciones

El resumen de la información económica en la prensa internacional, el Gráfico del Mes (referido a los precios del sector servicios) y la Instantánea Económica (que ofrece los datos de la "balanza fundamental" de la economía española), a cuyo contenido ya se ha hecho referencia a lo largo de esta Presentación, completan el contenido de este número doble de "Cuadernos de Información Económica".

Tres libros que se consideran de interés para los lectores se comentan en esta ocasión:

** El primero de ellos, titulado "Análisis económico de los gastos públicos en sanidad", recoge los resultados de una amplia investigación realizado por un conjunto de expertos bajo la dirección del profesor José Barea. El estudio contiene un análisis estructural del gasto público en sanidad en España comparado con otros países comunitarios; una identificación de los factores que han determinado su crecimiento a lo largo del tiempo; y un análisis de su evolución futura, y contiene, además, un conjunto de propuestas operativas para mejorar la gestión del servicio público de sanidad.*

** El segundo libro comentado es "Solvencia y rentabilidad de la empresa española", de Vicente García Martín y Manuel Angel Fernández Gámez, que constituye un estudio teórico y empírico de estos aspectos básicos de la empresa y, que pese a sus limitaciones, en buena medida derivadas de la penuria informativa de la realidad económico-financiera de la empresa, transmiten un conjunto de conclusiones de interés sobre la solvencia y rentabilidad empresarial.*

** Finalmente, "Cuadernos" da cuenta de la aparición del Informe Económico del BBV correspondiente a 1991. Un informe prestigioso y útil para los estudiosos de la economía española que comprende series prolongadas, desde 1970, de las variables económicas más relevantes.*

La presente edición amplía el espectro de variables cuya información se ofrece, y contiene una previsión del cuadro macroeconómico para 1992. Una previsión del cuadro macroeconómico un tanto sorprendente en la parte tradicionalmente dedicada al análisis de la economía internacional.

Este número doble de "Cuadernos" concluye su contenido expresando la cordial felicitación y los mejores deseos de éxito a quienes recientemente han accedido a unos puestos de máxima responsabilidad: Gobernador y Subgobernador del Banco de España.

La actitud y evaluación, por parte del nuevo Gobernador del Banco de España, de la situación y perspectivas de la economía española y del sistema financiero se reflejan con toda claridad en el primer discurso que ha pronunciado ante el Consejo General del Banco y que, para información de nuestros lectores, se reproduce en su integridad.

Diez aspectos del contenido del discurso merecen, por su importancia, ser destacados:

1. Los problemas actuales de la economía española derivan tanto de aspectos internacionales, asociados a la recesión de la economía mundial y a los obstáculos surgidos en el proceso de integración europea, como de cuestiones internas.

2. El país no tiene ante sí problemas que no puedan resolverse en plazo razonable.

3. España debe poner en orden su economía para beneficiarse, cuando llegue, de la recuperación mundial. Una exigencia que es independiente de los acuerdos adoptados en Maastricht.

4. Los importantes beneficios que la economía española puede obtener del Mercado Interior dependerían de su capacidad por mantener grados adecuados de competitividad y atractivo para la inversión.

5. La dinámica del déficit público -con un importante componente estructural- es insostenible. Las medidas adoptadas por el gobierno deberían continuarse por la reducción del déficit, por la vía de la contención del gasto público, lo que reclama un análisis partida a partida del gasto, una mejora en su gestión y una modificación del cuadro de normas que lo regula. El éxito de este objetivo depende de la actitud de la sociedad española respecto a lo que puede esperar razonablemente del Estado.

6. La importancia de mantener precios y costes competitivos reclama la rápida instrumentación de las medidas estructurales previstas en el Programa de Convergencia para flexibilizar el sistema económico y hacerlo más competitivo.

7. *La moderación del crecimiento salarial es necesaria y debe alcanzarse por la vía de la convicción y del acuerdo. Su necesidad no deriva, únicamente, de la consideración de los efectos de los crecimientos excesivos de salarios sobre la inflación, sino, fundamentalmente, de sus efectos sobre el empleo. un aumento inmoderado de los salarios que no tenga en cuenta los avances de la productividad origina -como la experiencia viene demostrando- pérdidas de competitividad que ahuyentan a la inversión y propician la sustitución de trabajo por capital, generando una menor creación -o incluso pérdida- de empleo.*

8. *El deterioro de la competitividad, si no se resuelven los problemas de fondo, no se arreglan con la depreciación del tipo de cambio, que antes bien vendría a complicar el panorama económico.*

9. *El primer mandamiento para la estabilidad del sistema financiero es la estabilidad monetaria.*

10. *La creciente interpenetración entre banca, negocio de valores y seguros está produciendo una reestructuración profunda del Sistema Financiero, que exige esfuerzos adicionales en la vigilancia de la eficiencia y solidez del sistema y de sus instituciones.*

Por parte de quienes elaboramos "Cuadernos de Información Económica" sólo nos resta desear a nuestros lectores y colaboradores y a quienes, con sus comentarios y sugerencias, animan la difícil tarea de comentar e informar, mes tras mes, de las vicisitudes, no siempre gratas, de la economía española un feliz disfrute de unas bien merecidas vacaciones veraniegas.