

LAS TRES COORDENADAS DEL OTOÑO DEL 92

Enrique Fuentes Quintana

Victorio Valle Sánchez

Julio Alcaide Inchausti

EL OTOÑO CRITICO DEL 92.

La llegada del otoño del 92 registra una invasión de las dificultades económicas que han poblado y dominan, en primer plano, la escena española. Unas dificultades que manifiestan con diaria y clamorosa claridad los indicadores disponibles en el marco nacional y se registran en la realidad más próxima y más actualizada del quehacer diario de las empresas.

En el marco nacional los datos revelan ante todo, mes a mes, una desaceleración perceptible y acusada de la producción en todos los sectores (agricultura, industria, construcción y servicios) que caminan, irreversiblemente, hacia valores que apenas llegan al 1%, cada vez más distanciados de las previsiones oficiales de comienzos de año (3%) y de los que la economía española consiguió aún en el primer trimestre de 1992 (2,3%) que parecían prometer un ejercicio que repetiría, al menos, los resultados hoy lejanos de 1991 (2,4%). Esos pobres resultados productivos han resonado con fuerza en el frente del empleo, el más preocupante de los indicadores de la economía española, en el que las cifras disponibles apuntan a una pérdida de más de 200.000 empleos a lo largo de 1992, lo que elevará la tasa de paro que podría alcanzar el 19% de la población activa a finales de año. Mientras la producción y el empleo caen, los desequilibrios de la economía -que condicionan su futuro- no se reducen. Las tasas de inflación se asientan firmemente en la meseta elevada del 6%, distante de la mejor inflación europea en cerca de 3 puntos porcentuales. El desequilibrio de la balanza de pagos acusa, también, valores elevados que aumentan en más del 70% los registros negativos de un año antes. El déficit público, en fin, manifiesta en sus resultados mensuales un deterioro progresivo derivado de un aumento de los gastos públicos que, en sus últimos resultados disponibles, triplican con exceso (17,5%) obligaciones reconocidas los aumentos conseguidos en los ingresos públicos (5,5%), caminando así hacia un déficit elevado del orden del 5/6% del PIB. Un déficit público que añade, a los efectos adversos que provoca su elevada cuantía, los problemas y dificultades de su financiación, dada la quiebra de confianza en los mercados de deuda pública, lo que ha ido acumulando un endeudamiento público creciente, a lo largo del año, pendiente de nuevas emisiones en el Banco de España y que superará, al fin del ejercicio, los 3 billones de pesetas.

Las noticias que llegan de la realidad más próxima y actualizada de las empresas corroboran la crisis de los beneficios -ya apuntada claramente en 1991- que retrae la realización de las inversiones y la demanda de empleos.

Este otoño crítico en el que estamos instalados ha ganado para la economía una atención pública generalizada y una preocupación y creciente pesimismo que han traducido con su habitual nerviosismo los mercados de cambios y las bolsas de valores.

Como toda etapa crítica ésta del otoño del 92, en la que estamos instalados, ha ocasionado la presencia perturbadora de dos fenómenos sociales y políticos coincidentes. En primer lugar, la conjugación generalizada de los problemas económicos en tercera persona del plural y su utilización como instrumento de lucha social y política. Para cada grupo económico o social, para cada partido político, son *ellos* -es decir, los demás- los que han causado la situación de crisis y en la denuncia de esas culpas y en su imputación ajena se buscan los argumentos con los que explicar los males que padecemos sin que para estos problemas se investiguen y encuentren soluciones constructivas. No hay un reconocimiento público de la responsabilidad de todos en una situación crítica y compleja como la presente y se elude la obligación prioritaria de encontrar soluciones operativas y eficientes a los problemas económicos con los que nos enfrentamos que tienen que tejerse con la aportación insustituible de la cooperación social y política de todos los ciudadanos. Los problemas económicos que padecemos nos dividen y nos enfrentan sin buscar la unión y el consenso para resolverlos. En segundo lugar, la carencia de un diagnóstico sobre la situación crítica propende a abrir las puertas a las soluciones y proclamas arbitristas. Se pide, con frecuencia y con pasión, un "cambio radical en la política económica" sin que se concreten ni se sepan las medidas en que ese cambio podría consistir pero que, en todo caso, descalifican totalmente las medidas que integran la política económica con la que contamos sin proponer ninguna otra alternativa.

Obviar los peligros de una división social y política ante la crisis económica del otoño del 92 y marginar las soluciones arbitristas que la agravarían constituye la primera exigencia para afrontar sus problemas. Una exigencia que obliga a conocer lo que nos pasa con el apoyo de las informaciones disponibles y con la ayuda de la lógica económica. Este deber de hallar un diagnóstico de la situación económica actual constituye el deber prioritario de la sociedad española en el complicado otoño del 92. Y es a ese deber al que intentan responder las reflexiones que desarrolla este trabajo.

LAS TRES COORDENADAS DEL OTOÑO DEL 92.

En su primer discurso del nuevo Gobernador del Banco de España ante el Consejo General, afirmaba con acierto que cualquier intento de entender el difícil momento económico que vivimos exigía situarlo en las tres coordenadas que lo definen: la etapa de recesión intensa y prolongada de la economía mundial, las dificultades previsibles y los obstáculos inesperados que afronta hoy el proceso de integración europea en el que estamos comprometidos y los males propios que padece la economía española.

En esas tres coordenadas -definidas por el Gobernador del Banco de España en el verano del 92- discurren los acontecimientos con los que los españoles nos enfrentamos en este otoño económico crítico, agitado y preocupante que hemos comenzado a vivir y padecer. Y es por el análisis de esas tres coordenadas que definen nuestra situación por las que debe iniciarse el diagnóstico de los problemas que nos afectan. Sin saber donde estamos situados es imposible elegir, con deseable fortuna y la necesaria voluntad social y política, nuestro destino.

LA RECESION INTENSA Y PROLONGADA DE LA ECONOMIA MUNDIAL

El ejercicio de comprender y valorar la situación económica española debe partir hoy de conocer con precisión el momento por el que atraviesa la economía mundial. Es ésta una premisa que se afirma en el profundo cambio registrado en las interdependencias de España con el exterior desde la llegada de nuestra democracia. En efecto, es evidente la importancia cuantitativa actual de las corrientes de bienes, servicios y capitales en la producción española. Nuestra economía era en 1975 la más cerrada de Europa: el total de sus intercambios significaban apenas el 35% del PIB. A finales de 1991 ese valor excedía el 70% del PIB. Esa importancia de la coyuntura exterior como condicionante de la situación económica interior la manifiestan la

íntima asociación que revelan los movimientos de los valores de sus agregados económicos y las decisivas funciones que las relaciones con el exterior desempeñan en nuestro comercio, en nuestras inversiones y en la financiación de nuestros procesos productivos. Es esa interdependencia la que explica que la marcha de la coyuntura económica española inscriba su fase de recuperación (1985-89) dentro de la que vivió la economía mundial y que la etapa más próxima de desaceleración económica, que se inicia a partir de 1989 en España y continúa en 1992, se corresponda con la que las economías occidentales desarrolladas han registrado en esas mismas fechas.

El trabajo del profesor Raymond -que se incluye seguidamente en este número de "Cuadernos"- trata de aproximarse a este hecho a través de una *triple interdependencia*. En primer lugar, comprobando el papel del movimiento cíclico de la economía de Estados Unidos -apreciado por el comportamiento de las variaciones del PIB y de la formación bruta de capital fijo- en su relación y condicionamiento de las variaciones registradas en la economía de la Comunidad Europea. Las observaciones disponibles parecen afirmar el liderazgo económico de los Estados Unidos, tanto en el proceso de recuperación como en la desaceleración del último movimiento cíclico (1983-1991). En esa larga etapa es el comportamiento cambiante de la economía estadounidense el que ha contribuido a arrastrar a las economías europeas. En segundo lugar, se comprueba, asimismo, la interdependencia del comportamiento cíclico de la economía de Alemania con el de la Comunidad Europea. Una interdependencia que manifiesta el papel de "locomotora" de la economía alemana de las distintas economías de los países comunitarios. La tercera interdependencia analizada es la del ciclo de la Europa Comunitaria y el que ha caracterizado a la economía española. Los datos disponibles testimonian que, tanto la etapa expansiva de la economía española (1985-1990) como la de la desaceleración -que se inicia a finales de 1989- se inscriben en la onda cíclica de la economía europea, con la peculiaridad de que los componentes cíclicos revisten mayor intensidad expansiva o desaceleradora en el caso de la economía española pero reflejando idénticas fases para la Comunidad Europea y España.

Es esta triple interdependencia la que concede una importancia difícil de exagerar al conocimiento de la evolución económica de los grandes países occidentales como condicionante del presente y del futuro comportamiento de la economía española.

Cuando se contempla esa evolución de los grandes países industriales, a lo largo de 1992, su rasgo dominante ha sido el aplazamiento sucesivo de una recuperación anunciada. Hace sólo unos meses los pronósticos generalizados y compartidos coincidían al contemplar un panorama prometedor para el año actual. Ese pronóstico combinaba la pérdida de ritmo de las economías de dos de las locomotoras de la economía mundial -Alemania y Japón- con la recuperación de las economías anglosajonas (Estados Unidos, Canadá y Gran Bretaña). De esa combinación saldría la recuperación esperada y prevista que llegaría a la economía mundial en 1992. Sin embargo, los indicadores registrados en el transcurso del año no han confirmado este pronóstico, obligando así a diferir la llegada de la esperada recuperación económica. Hoy se habla de la primavera o del otoño del 93, por los más optimistas, como las fechas de la llegada de esa recuperación esperada y hoy también se comprueba que esa pausa en el crecimiento del 92 tiene motivos profundos que no apreciaron en toda su importancia y a su tiempo los pronósticos disponibles. Esos motivos afectan a las tres grandes economías occidentales y condicionan la coyuntura mundial en 1992. Esos motivos son: el peso del endeudamiento de Estados Unidos, las consecuencias de la reunificación en Alemania y la situación del sistema financiero en Japón.

El papel central de la economía de Estados Unidos obliga a conceder una atención prioritaria a los problemas de su recuperación. Los últimos datos disponibles ofrecen tasas de crecimiento del PIB que no superan, para el primer semestre del año, el 1,4% a causa de la resistencia de la demanda para impulsar significativamente el crecimiento de la producción. Y ello a pesar de que las autoridades americanas han intentado utilizar intensamente la única política a su alcance: la monetaria a través de una reducción continua de los tipos de interés. Los tipos de interés a corto plazo son, desde hace algún tiempo, inferiores a la

inflación. Es decir, que se cuenta con tipos negativos de interés como factor decisivo para impulsar el crecimiento económico. En contra de lo esperado, esa decisión firmemente mantenida por la Reserva Federal no ha conseguido la recuperación económica anunciada. Que esa política monetaria era la única accesible equivale a afirmar que la política presupuestaria resultaba inaplicable por los déficit históricos que se habían acumulado en la fase previa de auge de la era Reagan que convirtió a Estados Unidos de principal país acreedor de la economía mundial en el más endeudado, un comportamiento que agotaba el instrumento de la política presupuestaria en la etapa de inquietante estancamiento actual.

La pregunta clave de la coyuntura estadounidense es: ¿por qué la recuperación económica no cobra el vigor deseado por la política monetaria?. Esa pregunta tiene hoy una respuesta mayoritaria: el peso del *endeudamiento acumulado* en la fase anterior de expansión por los distintos agentes de la economía. La economía de los Estados Unidos está dominada en la actualidad por un proceso de saneamiento financiero para corregir su endeudamiento exterior, proceso que no impulsa sino que debilita el crecimiento económico actual.

Esa tarea de saneamiento financiero afecta al comportamiento de todos los agentes de la economía estadounidense que se apoyan en el instrumento de la baja de los tipos de interés para realizarla. La mala estructura financiera de las familias limita sus gastos de consumo y trata de corregirse con la reducción y reestructuración de su endeudamiento que posibilitan los menores tipos de interés. Las empresas, endeudadas también y con expectativas poco favorables en los negocios, no invierten y aprovechan las mejores condiciones financieras que definen los menores tipos de interés para reducir sus préstamos y mejorar la estructura de sus balances. Los bancos e intermediarios financieros tratan de reconstruir sus fondos para mejorar la provisión de sus créditos dudosos acumulados en la fase de auge anterior, no repercutiendo íntegramente en sus intereses para las operaciones activas la reducción de los tipos de interés realizada por la Reserva Federal. En definitiva, pues, y con el propósito de recuperar su sanidad financiera, los consumidores no realizan mayores gastos de consumo, las empresas invierten tímidamente y los bancos e instituciones financieras se resisten al aumento de los créditos. En estas condiciones, no cabe esperar transmisiones rápidas e importantes sobre la producción de la política monetaria expansiva practicada por la Reserva Federal.

A esos efectos apagados de la política monetaria expansiva sobre la vida económica se añaden los ocasionados por otros factores como son: la reducción de los gastos de defensa, la crisis inmobiliaria, la necesidad de bancos e intermediarios financieros de fortalecer sus coeficientes de solvencia y la incertidumbre adicional que supone la celebración, en condiciones de fuerte competencia, de las próximas elecciones presidenciales.

La suma de todos esos factores explica las vacilaciones en la marcha productiva de la economía de Estados Unidos y que no pueda esperarse, en el actual ejercicio, la anunciada y deseada recuperación.

La segunda de las grandes economías occidentales, condicionante de la coyuntura española de 1992, es la de Alemania. Los análisis de la economía alemana -en especial, los realizados por el competente Instituto de Economía Mundial de Kiel- diferencian dos etapas separadas por el proceso de reunificación. Los años 1982-1989 están dominados por la consolidación del Presupuesto. En 1982 la economía alemana padecía un déficit público que constituía un factor negativo para la opinión generalizada de los ciudadanos cuya condena estuvo presente en la ruptura de la coalición del Partido Liberal (FDP) y los socialdemócratas del SPD y que constituyó la base del triunfo electoral de Helmut Kohl. Poner orden en el Presupuesto constituyó el objetivo del nuevo gobierno y del primer Ministro de Hacienda, Gehrard Stoltenberger. Las reformas presupuestarias realizadas en la etapa 1982-1989 redujeron el gasto público y aligeraron -en varias etapas- la presión fiscal. Esta política presupuestaria tuvo, sin embargo, sus debilidades en dos frentes: las subvenciones públicas a la agricultura, a la minería del carbón y a las empresas públicas deficitarias que no se redujeron en la cuantía

necesaria y el ritmo de privatizaciones y desreglamentación que resultó excesivamente lento, todo ello con costes evidentes para el futuro desarrollo económico alemán.

Esta situación cambió radicalmente en la reunificación alemana a partir de 1989. Todas las economías de gasto realizadas en la primera etapa del gobierno Köhl fueron empleadas con lo que la situación del Presupuesto volvió al punto de partida de los años 80. La explosión de los gastos públicos, ocasionados por las condiciones políticas y económicas en que se realizó la reestructuración del Este, volvía a plantear el problema de la consolidación del Presupuesto para impedir que el aumento del gasto y el déficit públicos elevaran la presión inflacionista que se registraba en el proceso de expansión económica.

Este comportamiento expansivo e inflacionista de la economía alemana la convirtió, pese a sus problemas internos, en el motor del desarrollo en los dos últimos años de las economías europeas y, muy especialmente, de la economía española cuyas exportaciones al mercado alemán constituyeron una fuerza importante de nuestro crecimiento económico interno. Era evidente, sin embargo, que esa expansión desequilibrada de la economía alemana no podía durar en un país que ha convertido a la inflación en un mal sentido profundamente por todo el país desde los tiempos lejanos de la primera posguerra mundial. Y del restablecimiento de la estabilidad económica y el control de la inflación se encargaría el Bundesbank cuya contundente política monetaria, manifestada en los tipos de interés elevados, se pondría al servicio de ese objetivo permanente de la política alemana. Esa elección de la política monetaria y de los elevados tipos de interés como instrumento de estabilidad económica y el abandono de una mayor consolidación presupuestaria, exportaba sobre el resto del mundo y especialmente sobre los países europeos, ligados a través del Sistema Monetario Europeo, el coste del proceso de reunificación. Una elección semejante a la realizada por los Estados Unidos para exportar la carga de su desarrollo a comienzos de los años 80 a través de la elevación de la cotización del dólar.

Las consecuencias de esas decisiones en las que ha culminado el proceso de reunificación alemana se han registrado, en primer lugar, en una rápida desaceleración de la actividad económica interna en 1992. Durante el segundo trimestre el PNB registró un crecimiento nulo (frente al 2% en el trimestre anterior) con lo que la tasa de crecimiento interanual se situaba en el 0,6%. La causa de esa desaceleración productiva se encuentra en una reducción de la demanda interna, en particular de la inversión pero también del consumo. La política monetaria restrictiva del Bundesbank ha dejado sentir sus consecuencias también a través del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo sobre la situación económica de otros países europeos y ha afectado, de manera importante, a la estabilidad de los mercados de cambios.

La situación económica de Japón tampoco alienta las esperanzas de recuperación en 1992. La causa está aquí en las perturbaciones del sistema financiero ocasionadas por las cotizaciones excepcionalmente elevadas de los mercados de valores y los precios del sector inmobiliario tras la ola especulativa de los años 80. El intento de las autoridades japonesas de lograr las cotizaciones más realistas en estos mercados ha provocado una disminución notable en el ritmo de actividad económica. Esa desaceleración productiva ha discurrido paralelamente a la demanda interna, pese a la reducción de los tipos de interés decretada en el verano y al plan presupuestario aprobado en junio y completado en agosto.

Esos tres comportamientos de las grandes economías occidentales -saneamiento financiero en los Estados Unidos, consecuencias de la reunificación alemana tratada con la política monetaria estricta del Bundesbank, perturbaciones del sistema financiero japonés- explican la coyuntura económica mundial de 1992 dominada por la espera de la recuperación que no llegará -contra lo pronosticado- en el año actual sino que quedará aplazada para próximos ejercicios. Una espera que condiciona la marcha de la economía española en el año actual. Como se afirmaba en el último número de julio-agosto de "Cuadernos de Información Económica": "olvidar esta realidad de la economía internacional predicando la posibilidad de alejarnos radicalmente de esas cifras del balance de la economía de los países industriales, equivale a caer en un provincianismo ignorante y demagógico del que sólo puede obtenerse el descrédito de quien lo proclama y la desilusión de quienes

crean en esas promesas imposibles. La economía internacional vive tiempos difíciles que es preciso conocer para diseñar conductas posibles e inteligentes de la política económica que traten de lograr en ese contexto de dificultades, los mejores resultados posibles".

DIFICULTADES DEL PROCESO DE INTEGRACION EUROPEA Y SUS CONSECUENCIAS.

La segunda referencia para entender la situación económica española es la de contabilizar las consecuencias que, sobre ella, está ocasionando la marcha de la integración europea.

El 7 de febrero de 1992 se firmaban solemnemente los Acuerdos negociados en Maastricht en diciembre de 1991, abriéndose la etapa de su ratificación por los países comunitarios en un clima de esperanza y optimismo respecto del avance positivo que su contenido aportaba al proceso de integración europea. Leer en el otoño del 92 los comentarios de la prensa económica y las declaraciones políticas en los días que se concluyó el Acuerdo, causa sorpresa por el cambio imprevisto que después se ha producido y cuyas consecuencias abrirían la grave crisis de los mercados de cambios y de valores iniciada en septiembre y que dista de haberse cerrado aún. El punto de inflexión de la marcha del proceso de integración europea cuenta con dos fechas decisivas: el 3 de junio con los resultados negativos del previsto referéndum danés y la polémica previa y los resultados positivos que han acompañado al referéndum imprevisto y afirmativo francés del 20 de septiembre. Estos dos acontecimientos provocarían un cambio fundamental en la coyuntura económica del 92 que hoy estamos viviendo. La diferencia radical entre la primera y la segunda parte del año actual, desde el punto de vista de la integración europea, es tan importante a largo plazo como pródiga en consecuencias económicas a corto plazo sobre la actual coyuntura de los distintos países y, por supuesto, de España.

La gran innovación de los Acuerdos de Maastricht fue la de poner fechas, definir condiciones y programar las instituciones para realizar la Unión Monetaria Europea. Desde la firma de los Acuerdos se supo que el cambio irreversible de las valutas europeas, a través de la creación de la moneda única (el ECU), llegaría a su plazo límite un año antes del fin del siglo (1999); que el ingreso de los países europeos comunitarios debería cumplir con unos criterios de convergencia definidos y cuantificados y que un banco central europeo interpretaría la política monetaria de la Unión.

Ese largo recorrido, diseñado en Maastricht, tenía que realizarse contando con tres puntos de partida:

1º) Un Sistema Monetario Europeo que establecía tipos de cambio fijos pero ajustables y que contaba con un historial pasado de vacilaciones y dificultades y con un presente más inmediato -desde 1987- en que las paridades de las distintas monedas integradas en el Sistema no habían sufrido modificación alguna, pese a las diferencias entre los comportamientos fundamentales de sus economías. Para compensar esta diversidad de situaciones económicas nacionales se había acudido a ocultarlas tras las elevaciones de los tipos de interés sin realizar las políticas fiscales y estructurales que precisaba la convergencia de esas economías con el fin de caminar hacia un tipo de cambio irrevocablemente fijo. Como ya se ha indicado, tampoco se había utilizado el realineamiento de paridades, permitido por el Sistema Monetario Europeo, en los últimos cuatro años. La consecuencia extrema de esta situación la manifestaba la que se denominó *paradoja de los tipos de interés* en cuya virtud las monedas más débiles del Sistema Monetario, atendiendo a sus datos fundamentales, presentaban una mayor apreciación debido a la aplicación de tipos de interés más elevados que aseguraban a los capitales invertidos en esas economías una rentabilidad sustancial bajo el supuesto del mantenimiento de los niveles de las cotizaciones de las distintas divisas. La aprobación del Tratado de la Unión Europea y el futuro de un tipo de cambio irrevocablemente fijo en el que se fundamentaba, parecía prolongar la creencia en la firmeza de los cambios en los meses inmediatos a su firma.

2º) Sin embargo, la aplicación de los criterios formales de Maastricht para formar parte de la Unión Monetaria permitió comprobar las considerables distancias que separaban a las economías de muchos países comunitarios de la posibilidad de formar parte de la misma. Un Apéndice a este trabajo ofrece el valor de estos indicadores de Maastricht en el ejercicio de 1991 y en el actual de 1992. Como puede comprobarse por su lectura, en 1991 sólo cuatro de los doce países comunitarios cumplían con los criterios orientativos fijados por el Tratado para formar parte de la Unión Monetaria y en 1992 solamente dos países. Y, lo que es más importante: la lejanía de muchas economías europeas de los valores de esos criterios de Maastricht era muy considerable. Todo ello manifestaba que, si la convergencia constituía un requisito básico para vivir bajo un tipo de cambio irreversiblemente fijo que suponía la Unión Monetaria, existían muchas economías que estaban lejos de esas posibilidades aunque, de hecho el sistema monetario estuviera aplicando tipos de cambio sobre las distintas valutas de Europa que no habían realineado sus paridades por el comportamiento de sus datos fundamentales que ahora contaban con el buen comprobante de los criterios de Maastricht para juzgar y valorar esa falta de alineación. Una firme política de convergencia, tanto más firme cuanto más divergentes fueran sus datos, sería necesaria en muchos países europeos para estabilizar el tipo de cambio. Una política de convergencia que debería aplicarse en una situación de clara desaceleración de las distintas economías nacionales lo que aumentaba las dificultades de su aplicación. La *credibilidad* en la aplicación de estas políticas de convergencia por los mercados de cambio y de valores resultaba fundamental para mantener sus cotizaciones y evitar su derrumbamiento.

3º) Una fuerza adicional, no contabilizada en todo su vigor a tiempo por la política económica de muchos países europeos, era la que añadieron la Directiva Comunitaria de 24 de junio de 1989 que establecía la plena libertad de movimientos de capitales que se aplicaría a los países comunitarios desde 1991 y la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria que establecía la libre prestación de servicios financieros. Estas dos Directivas definían el *espacio financiero europeo integrado*, cuyo funcionamiento necesitaba *indispensablemente la Unión Monetaria*. Esta conclusión gozaba de reconocimiento general y a ella se referiría, en un tono especialmente dramático, el profesor Rojo en su intervención en las XVIII Jornadas del Mercado Monetario en mayo de 1991: "La Unión Monetaria aparece como un destino insoslayable como consecuencia de la construcción de un espacio financiero integrado con libre prestación de servicios financieros y libertad plena de movimiento de capitales". El motivo de ese "destino insoslayable" hacia la Unión Monetaria se derivaba de los importantes elementos de inestabilidad monetaria y cambiaria que aportaba el espacio financiero integrado, dado el formidable aumento del volumen de capitales dispuestos a desplazarse entre activos y monedas en el ámbito europeo, respondiendo a diferenciales de intereses y expectativas cambiantes y dadas las numerosas e importantes innovaciones que dificultaban la práctica de una política monetaria. Esos elementos de inestabilidad -concluía el profesor Rojo- "podían revestir la importancia suficiente para imponer, incluso, un retroceso en el proceso de integración". Palabras proféticas que los acontecimientos cambiarios de septiembre de 1992 vendrían a confirmar.

Los acontecimientos que siguieron al "no" danés y que precedieron al "sí" francés al Tratado de Maastricht son una consecuencia directa -y casi programada- de las tres premisas anteriores. En efecto, el clima creado en el proceso de integración europea fue cargándose, desde junio, de importantes y crecientes elementos de incertidumbre que convertían en problemáticos, en su realización, a los severos programas de convergencia que precisaban algunos países para su ingreso en la Unión Monetaria, de forma que la vuelta a juzgar a la situación de cada economía nacional por los datos fundamentales, constituía una realidad cada vez más presente en los mercados de cambios y de capitales.

Esta apreciación de los hechos alimentaba una capacidad especulativa potencial formidable ya que, de una parte, contaba con la fuerza de unos capitales plenamente liberados en sus desplazamientos de cuantía

sin precedentes y con la cotización de unas monedas artificialmente sostenidas por el dopaje de unos tipos de interés elevados pero con unos cambios frágiles si se atendía, como reclamaba el imperativo de los acontecimientos, a los datos fundamentales de las economías que estaban detrás de esas unidades monetarias. Quedaba, como una única garantía para limitar esa especulación potencial, la cooperación que pudiera realizarse entre los países integrados en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Y ésta es justamente la que se ha revelado como la gran debilidad por los acontecimientos de septiembre.

El calendario económico de septiembre está poblado de fechas -casi diarias- que registran una especulación de una violencia sin precedentes en los mercados de cambios. La tormenta monetaria se iniciaba en los países nórdicos en los primeros días de septiembre: el marco finlandés (teóricamente ligado al Sistema Monetario Europeo) caería precipitadamente el día 8 mientras que las monedas de los países escandinavos serían atacadas con intensidad obligando al Banco de Suecia -el 9 de septiembre- a elevar su tipo de intervención hasta el nivel -récord en 300 años- del 75%. Ese día la especulación barría los mercados de la lira obligando a elevar los tipos de interés hasta el 20,8%, sin que ello evitara su caída al límite inferior de su banda de fluctuación dentro del Sistema Monetario Europeo, situación compartida por la libra esterlina. El 13 de septiembre la lira se devaluaba en un 3,5% y, el 14, el Bundesbank (bajo la sospecha de una presión política poco aclarada) acordaría disminuir en un cuarto de punto su tipo de interés más significativo (el Lombard), un gesto que se consideraba el último -y así lo ha sido hasta hoy 5 de octubre- para contribuir al sostenimiento de los mercados de cambio. La especulación continuó, sin embargo, con la libra y la lira como monedas más débiles, obligando al Banco de Inglaterra a elevar -quizás tardíamente- sus tipos de interés el 16 de septiembre, sin éxito alguno dada la pérdida de confianza que manifestaban los mercados de cambios. Día histórico en este proceso sería el 17 de septiembre en que se convocó la reunión del Comité Monetario de la CE en sesión que se iniciaba a las 11 de la noche y concluía a las 6 de la madrugada y que adoptaría dos decisiones fundamentales: la salida de la libra y la lira del Sistema Monetario Europeo y la devaluación de la peseta en un 5%. Ese mismo día señalaría el comienzo de la oleada especulativa sobre el franco francés y supondría, inicialmente, una pérdida importante de sus reservas para estabilizar su cotización. El resultado afirmativo del referéndum en Francia del 20 de septiembre no aplacó, sino que intensificó la especulación sobre el franco. El Comité Monetario del día 21 de septiembre no aportó medida alguna para despejar el horizonte. El día 22 se celebró la reunión Kohl-Mitterrand con acuerdos que sólo revelará el transcurso del tiempo pero con la promesa firme de cooperación del Bundesbank para afirmar el cambio del franco francés, convertido en el gran (¿único?) objetivo de la cooperación monetaria europea. Francia hubo de aceptar a cambio la elevación -no deseada- de los tipos de interés a corto plazo desde el 10 al 11,5%. A partir del día 18 de septiembre estallaría el serio conflicto entre el gobierno británico y el Bundesbank, formalmente motivado por las indiscreciones del Bundesbank sobre las paridades convenientes de las distintas monedas del Sistema Monetario Europeo. Estas informaciones, confidenciales o no, del Bundesbank añadían un factor psicológico a la inestabilidad de los mercados de cambios, singularmente importante en las condiciones de nerviosismo y sensibilidad extremas que los conmocionaban. El 23 de septiembre -y tras la fuerte especulación en torno a la peseta- el Banco de España decidió establecer medidas de intervención en los mercados de cambios con cuyo confesado carácter provisional se trataba de ganar el tiempo preciso para que el Sistema Monetario Europeo pudiera adoptar decisiones eficientes con el fin de afirmar las cotizaciones y reforzar la cooperación de los distintos países. En esas medidas de intervención insistirían, también, Portugal e Irlanda en los días siguientes. El 28 de septiembre se reuniría el ECOFIM que se limitaba a reafirmar, en un comunicado decepcionante, su confianza en el Sistema Monetario Europeo pero sin que se adoptase decisión positiva alguna para lograrlo. Obviamente, la especulación ha continuado y los mercados de cambios en los últimos días de septiembre con la única buena -aunque provisional- noticia de la mayor estabilidad en la relación marco-franco francés que parece constituir una condición clave para decisiones ulteriores que afecten al funcionamiento del Sistema Monetario Europeo y al resto de las monedas que en él están integradas y con la mala noticia para la economía española, recibida justamente el día 30 del servicio de la agencia Moody's, sobre la posible recalificación a la baja de la Deuda Pública del reino de España (el texto literal de esta comunicación, difundido con algunas inexactitudes por la prensa española puede encontrarlo el lector como

Apéndice a este trabajo). Esa propuesta recalificación derrumbaría el mercado de deuda externa de España en los primeros días de octubre, incorporando así un problema adicional para la economía española.

Es evidente que la actual inestabilidad del mercado de cambios y la crisis de los mecanismos de cooperación del Sistema Monetario Europeo en que han concluido las dudas y vacilaciones del proceso de integración, se ha convertido en el problema económico español más importante. Alargar la inseguridad actual de los mercados de cambios no afecta sólo a los intercambios comerciales, condiciona asimismo el nivel de los tipos de interés con sus múltiples consecuencias sobre el proceso económico y se manifiesta, en fin, en la fluidez de las corrientes de capitales exteriores de presencia obligada para suplir la grave deficiencia del ahorro interno.

La situación de la peseta al llegar la tormenta monetaria de septiembre era especialmente delicada por tres motivos: 1º) Por su sobrevaloración, insistente y quizá imprudentemente denunciada por grupos empresariales y sectores políticos. 2º) Por la audaz decisión española de adelantar en un año la libertad de movimiento de capitales, lo que abría las puertas al desplazamiento de capitales facilitados a la operativa bancaria desde el 1 de febrero de 1992. 3º) Por el peso excepcional de la Deuda Pública exterior (en posesión de no residentes) que la habían convertido en una vía fundamental de la financiación de nuestro déficit público. Ha sido el despliegue de las consecuencias de esas tres causas la que nos da cuenta de los problemas que hoy padecemos y que distan de haberse resuelto todavía.

En primer lugar figuraba un tipo de cambio de la peseta de cuya sobrevaloración, acumulada desde 1987, se quejaban los sectores exportadores y que, si se atendía a los indicadores convencionales de competitividad, se movía en torno a un 10/20% (ver Apéndice a este trabajo que incluye las estimaciones de la competitividad exterior de la economía española a través de distintos índices). Las repetidas demandas de los exportadores de un realineamiento necesario de los tipos de cambio que reconociera este hecho no fueron atendidas por un doble motivo: la actitud de los países del Sistema Monetario Europeo de no plantear ese problema aplazando su generalizada solución y el convencimiento de nuestras autoridades económicas de que, si las causas básicas de esa pérdida de competitividad de la economía española que se hallaban en el aumento de precios y costes no se corregían, la devaluación de la peseta no haría otra cosa que agravar el problema al traducirse en una mayor inflación futura. De este último hecho, la economía española contaba con una larga experiencia que probaba la indiciación inmediata de las rentas y los precios españoles ante una corrección del tipo de cambio. Obviamente, la política alternativa a la devaluación consistía en atacar las causas que la sugerían: las elevaciones de costes y precios internos que contaban con el fuerte apoyo del déficit público y las rigideces de los mercados de bienes y de trabajo que garantizarían su aumento en el futuro como lo habían hecho en el pasado. Fue la creencia en la aplicación de esta política de ajuste, con sus inevitables componentes presupuestario y estructural, como la política española tomó la decisión de ingresar en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. En efecto, en junio de 1989, se afirmó que ese ingreso en el Sistema Monetario Europeo nos forzaría a adoptar esas políticas de corrección de la inflación y de la inestabilidad que no habíamos aplicado hasta entonces. El ingreso de la peseta en el Sistema Monetario Europeo se enfocaba, así, como un tónico de voluntad política para que España hiciera lo que debía: completar su política monetaria con la ausente política presupuestaria con la realización de las reformas estructurales a la que forzaba -más bien que invitaba- nuestra integración en Europa. Sin embargo, esa política económica coherente para nuestra integración europea no se realizó. En su lugar, se continuó con la práctica de una política monetaria que sostenía a golpes de tipos de interés las cotizaciones de la peseta, aplazando *sine die* las políticas que exigía nuestra convergencia con Europa. Ese aplazamiento de las políticas económicas que reclamaba nuestro ingreso en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y la pereza colectiva acumulada por los países integrantes del Sistema Monetario Europeo desde 1987 para realinear por los datos fundamentales de sus economías los tipos de cambio, son los motivos que han suministrado su fundamento primario a la tormenta padecida por la peseta a partir de septiembre.

El segundo punto de apoyo de la tormenta monetaria lo ofrecía el conjunto de operaciones que abría el Real Decreto de diciembre de 1991 y disposiciones complementarias que establecían la plena libertad del movimiento de capitales desde el 1 de febrero de 1992. Fue ésta una decisión audaz que se adoptaba -paradójicamente- al tiempo que se aprobaba el Presupuesto expansivo de 1992. Paradójicamente -se afirma- porque, mientras los datos fundamentales de la economía se debilitaban con una política presupuestaria que favorecía precios y costes mayores y, con ella, la sobrevaloración de la peseta, la liberalización de capitales abría las puertas a las posibles operaciones que apostasen por la debilidad futura del cambio de nuestra valuta. Esa precipitada liberalización de capitales, por no haberla hecho preceder por medidas políticas que saneasen previamente costes y precios internos, garantizaba la operación bajista de la peseta en cuanto el mercado atendiera a los datos fundamentales de la economía española como ha ocurrido en el mes de septiembre y obligaría a actuar en sentido contrario al liberalizador, tal y como ha sucedido con las disposiciones anti-especulativas e intervencionistas adoptadas recientemente por el Banco de España.

La tercera debilidad española, para afrontar la tormenta monetaria de septiembre, residía en el volumen de Deuda Pública a largo plazo en poder de no residentes. Este fuerte apoyo exterior a la financiación del déficit público permitió su cobertura con títulos a largo plazo que el ahorro interno no estuvo dispuesto a realizar. Los fundamentos de esa incorporación del capital exterior a la economía española residían en los elevados tipos de interés a que conducía la soledad de la política monetaria en las tareas de estabilización y en la confianza del mantenimiento del tipo de cambio de la peseta ya que se creía que éste ganaría con el tiempo los fundamentos de su estabilidad por la aplicación práctica de una política económica correcta. El mercado manifestaba así, con su comportamiento, la credibilidad precisa para la elevada cotización de nuestra unidad monetaria. Sin embargo, los hechos de septiembre descubrirían la debilidad de nuestra peseta y la necesidad de sostener su cotización con un retorno a medidas interventoras.

La pérdida de confianza en las paridades definidas por el Sistema Monetario Europeo ha hecho insuficientes las diferencias de los tipos de interés a traer o retener capital extranjero. La caída de la peseta estaba cantada en estas condiciones para el mercado de cambios y por ella han apostado, con intensidad, las corrientes liberalizadoras de capitales. Perder reservas → devaluar → perder más reservas... ha sido la cadena de los acontecimientos del mes de septiembre para la peseta, consecuencia de esa situación ya definida y cuya única alternativa sería un realineamiento general de paridades del Sistema Monetario Europeo. Pero si ese hecho no se producía a corto plazo, era preciso tratar de ganar el tiempo en su espera limitando las corrientes de capitales que podían especular a la baja de la peseta. Esta ha sido la lógica a la que ha obedecido la política del Banco de España cuyas circulares del 23 de septiembre trataban de buscar remedio a la caída en los mercados de la peseta por el camino de encarecer las corrientes de capitales con un sentido confesado de provisionalidad que testimonia la dulcificación de esas disposiciones el día en que estas páginas se cierran (5 de octubre).

La crítica que han levantado estas decisiones españolas ha sido general y muy ácida en determinadas opiniones, ligadas visiblemente a los intereses especulativos de los mercados. Es evidente que la única defensa de esas disposiciones españolas para limitar la caída de la peseta, reside en su confesada provisionalidad en el intento de esperar una nueva parrilla de paridades en el Sistema Monetario Europeo. Sin la adopción de esas criticadas decisiones del Banco de España, la peseta estaría ya fuera del Sistema Monetario Europeo con los costes consiguientes de depreciación y la incertidumbre que ha acompañado a las monedas que lo han abandonado. Es esa situación la que hay que comparar con el coste de la que se ha adoptado que es hoy evidente al haber afectado a la confianza de los mercados de Deuda Pública y otros activos españoles, lo que dificultará/encarecerá la financiación exterior de nuestra economía. Pero ¿se habrían obviado estas consecuencias con la salida de la peseta del Sistema Monetario Europeo, única alternativa a la adopción de las medidas restrictivas en el movimiento de capitales?.

En todo caso, la apuesta española lo ha sido a favor del tiempo necesario para que el Sistema Monetario Europeo consolide y refuerce su vacilante funcionamiento actual con el urgente y aplazado realineamiento general de las distintas monedas y el posible reforzamiento de los fondos de estabilización que han mostrado su debilidad en la tormenta monetaria que padecemos desde comienzos de septiembre. Esta apuesta española, en favor del asentamiento del Sistema Monetario Europeo, puede ser acertada o errónea según que los países europeos (y en especial el Bundesbank) se decidan o no a apoyarla. Lo que sí está claro es que, si el Sistema Monetario Europeo no se afirma, la Unión Monetaria resultará imposible y el camino hacia el Mercado Unico del 93 contará con un obstáculo de importancia decisiva. Apostar en contra de tanta irracionalidad parecía obligado y esto es lo que ha hecho el Banco de España a través de las decisiones adoptadas en septiembre y octubre.

LOS MALES PROPIOS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA.

A los problemas derivados de la coyuntura exterior y a las consecuencias monetarias que han acompañado al proceso de ratificación del Tratado de Maastricht, hay que añadir además, en tercer lugar, los problemas específicos de la economía española. Existen, sobre todo, problemas esencialmente internos que han venido larvándose en los últimos años y que pese a su reiterada denuncia, han ido adquiriendo una singular gravedad, ante la pasividad de su reconocimiento y solución.

Diez aspectos fundamentales caracterizan esa situación de dificultad interna de la economía española, que el cuadro⁽¹⁾ que se acompaña al final de este trabajo muestra como una preocupante radiografía de la realidad económica actual. Esos diez aspectos que definen la situación actual de la economía española son los siguientes:

Primero: La caída progresiva en la tasa de desarrollo de la economía.

Es perceptible la desaceleración del crecimiento económico a lo largo de 1992 y especialmente a partir del segundo trimestre. El perfil de la evolución económica del 92 es claramente decreciente. El primer trimestre arrojó una tasa de crecimiento ligeramente inferior a la del mismo período de 1991, aunque aún elevada (2,3 por cien frente a 2,7 por cien) y a partir de ahí el crecimiento ha ido experimentando una fuerte desaceleración. El gráfico adjunto recoge la evolución del Indicador General de Actividad Económica elaborado por el BBV. Dicho indicador muestra cómo a partir del tercer trimestre de 1989 la tasa de variación del índice de crecimiento anual inició una progresiva desaceleración que parecía flexionar en el cuarto trimestre de 1991 para caer en el segundo trimestre de 1992, con tendencia a desacelerarse aún más en lo que resta de año. Es posible que la aparente recuperación de la actividad económica que mostraron el último trimestre de 1991 y el primero de 1992, indujera a error a los redactores del Programa de Convergencia Económica 1992-1996. En realidad la aparente recuperación del primer trimestre de 1992 se debió al distinto calendario laboral de dicho trimestre. Por ello dicho indicador muestra cómo a partir del tercer trimestre de 1989 la tasa de variación del índice de crecimiento anual inició una progresiva desaceleración que parecía flexionar. Los datos de que hoy se dispone, no autorizan a pronosticar una tasa de crecimiento global para 1992 superior al 1 ó 1,2 por

(1) El cuadro titulado "Indicadores de la situación económica española" que aparece al final de este artículo, ofrece la información relevante para seguir con los indicadores económicos disponibles al 6 de octubre de 1992, los principales puntos recogidos en el texto. Los indicadores aparecen ordenados en once epígrafes distintos que reflejan los aspectos relativos a producción, demanda, desequilibrios básicos, competitividad y tipos de interés, polarizando así la atención hacia los puntos centrales que permitan al lector obtener un mejor juicio sobre la situación económica.

Para facilitar su utilización por el lector, al final de cada uno de los apartados que describen los rasgos básicos de la actual situación económica, se indican entre corchetes los apartados y conceptos del cuadro que ilustran las afirmaciones que se realizan.

cien, es decir, una tasa similar a la prevista para el conjunto de los países comunitarios. Lo que quiere decir que en este año no habrá convergencia real de la economía española hacia la europea puesto que no hay ganancia previsible en nuestra tasa de crecimiento con respecto a la media comunitaria.

Desde una perspectiva sectorial, el año agrícola ha sido malo con caída en la producción de cereales (30%) y otros cultivos de secano. También significativamente en leche, huevos y pesca desembarcada, lo que conducirá a una variación negativa de su producción que hoy se estima en el 3 por cien. También la industria se ha movido con un menor dinamismo de forma que, según distintos indicadores, la producción industrial no llegará a aumentar el 1 por cien, dada la desaceleración mostrada en sus últimos datos (0,3% de crecimiento del Índice de Producción Industrial en el primer semestre). La construcción, tanto de obras públicas como de viviendas, está experimentando un desplome de sus cifras que tendrá un crecimiento negativo que se estima en un 3 por cien. Sólo el sector servicios aportará un crecimiento mayor del orden del 2 por cien que, dado su peso en la economía nacional, permitirá recomponer la cifra de crecimiento del PIB en los términos antes indicados, es decir, en torno al 1-1,2 por cien.

[I. 1; II. 1, 2, 3 y 4; V. 4 y 5]

Segundo: El comportamiento negativo del empleo y el aumento del paro.

El bajo crecimiento estimado para la economía española tendrá efectos claramente negativos sobre el empleo y el paro en 1992.

La experiencia disponible prueba que en España, crecimientos del PIB situados por debajo del 3 por cien no generan empleo. Pero, además de la debilidad del crecimiento económico, las rigideces características del mercado de trabajo español contribuirán negativamente a la evolución del empleo en 1992.

Según la EPA, la población ocupada en 1992, registró una reducción de 1,04 en el primer trimestre y 1,3 en el segundo trimestre, respecto a iguales períodos de 1991.

El aumento del número de parados fue del 8,74 por cien en el primer trimestre de 1992 y un 12,47 por cien en el segundo trimestre, con lo que la tasa de paro que se situaba en el 15,9 por cien en el segundo trimestre de 1991 ha crecido hasta el 17,7 por cien.

Las estimaciones de Hevia y Novales (que se incluyen en este mismo número de "Cuadernos") sitúan la pérdida de empleos en 205.000 a lo largo de 1992 y estiman un cierre de año con una tasa de paro del 19,2 por cien, cifra que nos hace retroceder a 1988.

[III. 1, 2, 3 y 4]

Tercero: Un crecimiento económico basado en el consumo que camina a la desaceleración.

El bajo ritmo de crecimiento económico español en 1992, tiene además una mala cimentación ya que el motor fundamental que le sirve de base no es la inversión productiva, ni tampoco las exportaciones, sino el consumo tanto público como privado.

Un consumo nacional que va, por otra parte, desacelerándose a lo largo del año. El consumo público por la lógica preocupación de las administraciones públicas de reducir el déficit global. El consumo de las familias, como un reflejo de propia debilidad económica y el aumento del paro que se traduce en una reducción de

la renta disponible acentuados por los incrementos practicados en las retenciones del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas y en el tipo impositivo del IVA. Todos los indicadores muestran ese debilitamiento del consumo familiar, entre ellos las ventas en las grandes superficies comerciales que en el período enero-agosto sólo aumentaron el 0,3% y la matriculación de automóviles que hasta julio había registrado un crecimiento intenso del 16,3%, se ha desacelerado en agosto en cuyo mes la matriculación se redujo en el 14,8% en relación a igual mes de 1991.

[IV. 1, 2, 3, 4 y 5]

Cuarto: El fin del ciclo expansivo de las inversiones.

El incremento de costes salariales y financieros junto con los efectos de la fiscalidad y de la excesiva apreciación del tipo de cambio de la peseta, han causado una reducción de los beneficios empresariales que constituye la causa fundamental del importante desfallecimiento del proceso de inversión que según todos los indicios, cerrará 1992 con tasas negativas de evolución. Como muestra el gráfico, la inversión en capital fijo comenzó a recuperarse a partir de 1985 hasta alcanzar unas tasas anuales del 14% en 1987 y 1988 para desacelerarse progresivamente hasta sólo el 1,6% computado en 1991. Para 1992 y 1993 el Ministerio de Economía y Hacienda ha pronosticado (septiembre de 1992) que la inversión productiva no crecerá nada en 1992 y descenderá el 1,2% en 1993. Apuesta optimista que las estimaciones no oficiales sitúan respectivamente en unos descensos del 2,1% y 3,3%.

Las expectativas sobre la demanda interna y externa no son muy halagüenas para los empresarios y consolidan la pérdida de intensidad de las ventas. Pero, sobre todo, la relativa estabilidad de los precios de los productos industriales que han de competir en los mercados, internos y externos junto con la elevación de los costes salariales y financieros vienen condicionando desde 1991 una desaceleración y posterior reducción de los excedentes empresariales que, lógicamente, desestimula el proceso de inversión.

El esperado descenso en la construcción y en la producción de bienes de equipo, conducen a la estimación antes indicada de una tasa negativa para la inversión total, sin signos estimables de recuperación.

[V. 1, 2, 3, 4 y 5]

Quinto: La permanencia de los desequilibrios económicos y su agravamiento.

Pese a la debilidad del crecimiento económico, los desequilibrios globales de la economía española permanecen en su elevado nivel y algunos se han acentuado a lo largo de 1992.

El primero de esos desequilibrios es el que manifiesta la inflación. España padece una inflación mayor que la media europea (el diferencial del IPC se sitúa en 1,6 para el período enero-agosto de 1992 respecto a la media comunitaria y de más de 3,4 puntos respecto a los tres países con menor inflación que son los que definen las condiciones de Maastricht).

Una característica fundamental de la inflación española -sobre la que "Cuadernos" ha insistido reiteradamente- es su naturaleza dual. Es decir, mientras la evolución de los precios industriales, de bienes que han de competir en los mercados internacionales, muestra una evolución moderada, próxima a la europea, los precios del sector servicios -no se olvide que el peso del sector servicios en la economía nacional está en torno al 60 por cien- por sus características propias de ausencia de competencia, utilización intensiva de mano

de obra y baja productividad, muestra un importante diferencial que condiciona una evolución preocupante de la inflación subyacente.

Mientras los precios de los productos industriales crecen a tasas del 1-2 por cien, los precios de los servicios, no comercializables, crecen a tasas anuales del 10-11 por cien, cargando así los costes empresariales y contribuyendo a deteriorar el tejido industrial del país.

La economía española ha conseguido frenar el crecimiento excesivo de la demanda. Hoy no es el gasto nominal sino los excesivos precios del sector de los servicios quienes están presionando al alza el nivel general de precios. Por ello es necesario tomar conciencia de que una política de demanda, aunque necesaria, no es suficiente para controlar el proceso inflacionista que requiere además actuaciones estructurales que flexibilicen el proceso de formación de precios en los servicios.

[VI. 1, 2, 3, 4, 5 y 6]

Sexto: Las dificultades del desequilibrio exterior.

Tres características definen su situación actual:

1º) El saldo negativo de la balanza de mercancías que en 1991 se situó en un nivel equivalente al 6,4% del PIB, uno de los déficit más altos entre los países desarrollados, tiende a ampliarse significativamente. En el período enero-agosto, según datos de la Dirección General de Aduanas, el déficit comercial ha aumentado el 12,9%, lo que llevará inexorablemente a un mayor déficit comercial en términos de PIB, a menos que se frene en el resto del año. Pero lo más grave del crecimiento importador, causa del mayor déficit comercial, es el tremendo aumento de la importación de bienes de consumo (23,8% en enero-agosto), en un momento en el que el consumo interior tiende a desacelerarse.

2º) La balanza de servicios se está debilitando en su tradicional saldo positivo por el crecimiento de las compras de servicios al exterior y por el aumento de los pagos de rentas públicas de inversión materializadas en intereses de la deuda pública. En el período enero-agosto el saldo se ha reducido en un 29 por cien.

3º) Todo ello condiciona un deterioro de la balanza por cuenta corriente cuyo déficit en el período enero-agosto de 1992 ha aumentado un 78,5 por cien respecto a igual período de 1991.

Particular interés presenta el cambio de signo que está experimentando el saldo de la "balanza fundamental" que ha pasado de +117,3 miles de millones de pesetas en enero-julio de 1991 a -807,5 miles de millones de pesetas en igual período de 1992. Esto quiere decir que la inversión extranjera directa y en inmuebles ya no es suficiente para cubrir el déficit de la balanza por cuenta corriente (neta de intereses). En definitiva esta situación proyecta sobre los mercados internacionales serias dudas sobre España, como deudora, y constituye uno de los ingredientes de las presiones sobre el tipo de cambio.

[VII. 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 y 8]

Séptimo: El déficit público irreductible y su financiación.

El hecho más preocupante en el panorama de las dificultades de la economía española es, sin duda, el desbordamiento del déficit público por su anclaje e interconexión con los restantes problemas económicos básicos.

Lo primero que hay que resaltar respecto a las magnitudes presupuestarias es su desconocimiento. La disparidad entre los valores presupuestados y efectivamente liquidados mediante el juego de los créditos ampliables y los retrasos de los pagos que las Administraciones Públicas practican con asiduidad, limitan de una manera importante el valor informativo tanto de las cifras presupuestarias inicialmente previstas, como de los datos periódicos sobre la marcha de su ejecución.

Este hecho conduce inevitablemente a una falta de confianza en las cifras presupuestarias y, lo que es más grave, en los mecanismos presupuestarios para controlar y limitar el gasto público.

El Presupuesto establece, en campos muy importantes del gasto público, más que cifras concretas y limitativas del gasto para general conocimiento, una serie de reconocimientos de derechos (pensiones no contributivas, seguro de desempleo, intereses de la deuda pública) que se materializan y generan gasto a demanda de los particulares, lo que convierte al presupuesto público en un ente casi orgánico que crece y se desarrolla de forma autónoma sin posibilidad de dominio y control por los gestores públicos que sólo conocen la realidad del gasto público cuando se produce su pago final.

El único control que, en estas condiciones, cabe ejercer para no desbordar formalmente las previsiones presupuestarias es retrasar los pagos. Un camino inconveniente que se traduce más pronto o más tarde en una elevación de los costes para el sector público. La experiencia reciente muestra que retrasar como sistema, por ejemplo, el pago a los constructores de las obras públicas realizadas, sólo lleva a encarecer las ofertas de las empresas constructoras en futuros proyectos. También sabemos por experiencia que retrasar la emisión de la deuda pública necesaria para financiar el déficit, suele conducir a encontrar peores condiciones de financiación.

En el terreno de los ingresos públicos, la elevada flexibilidad del sistema impositivo hace que las recaudaciones fiscales traduzcan amplificadoramente las situaciones de debilidad económica, lo que acentúa la propensión al déficit. Un hecho que exige estimar las previsiones de ingresos partiendo del reconocimiento de la elevada flexibilidad impositiva y de cifras realistas sobre el curso esperado de la actividad económica. Por otra parte, las etapas de debilidad en el crecimiento de la producción y de la renta, acentúan la percepción por los ciudadanos de las deficiencias de estructura del sistema tributario español y propician una vuelta a un sentimiento de "stress" fiscal que invita al incumplimiento y defraudación. Un fenómeno cuya dimensión que el Ministerio de Hacienda no quiere cuantificar ni conocer con detalle- debe estar alcanzando en estos momentos cotas importantes.

En suma, si el presupuesto público, en su versión más tradicional, debe ser un instrumento de previsión y de control, la realidad del comportamiento público español, invita a preguntarse si en realidad, en sentido estricto, España tiene presupuesto.

La consolidación de elevados déficit -las estimaciones más realistas cifran el del 92 entre un 5,5 y un 6 por cien del PIB-, en momentos como el actual con crisis visibles de cambios, aporta una novedad preocupante al ya de por sí enrarecido comportamiento presupuestario: el de su conveniente financiación, dado el importante peso de la deuda pública suscrita por no residentes en el conjunto de pasivos financieros del estado.

La pérdida de confianza de los mercados internacionales en la peseta tras la devaluación -la calificación de Moody's sobre el crédito del Reino de España ha bajado significativamente su nivel- y la renuncia de los inversores nacionales a renovar Letras del Tesoro en las condiciones que las autoridades financieras consideran convenientes está llevando a una demora en la financiación del déficit público por una vía ortodoxa. Ante la imposibilidad, por otra parte, de aumentar el endeudamiento del Tesoro con el Banco de España, cabe preguntarse, ¿cuál es la programación que el Ministerio de Hacienda tiene para financiar el déficit y para renovar los créditos y emisiones que vayan venciendo?. En el fondo, siempre queda la duda de que el inadecuado comportamiento del sector público conduzca a un retroceso en las cotas ya alcanzadas de liberalización del sistema financiero. Algo que no debería ocurrir.

[VIII. 1, 2, 3, 4 y 5]

Octavo: La rigidez del mercado de trabajo y la fijación de los salarios.

Un aspecto negativo muy importante de la economía española es el comportamiento del mercado de trabajo y la fijación de los salarios.

Los salarios están creciendo a ritmos superiores a la productividad y, los costes salariales, a tasas mayores que la media de los países comunitarios. Ello implica que la ventaja salarial que España tenía en el momento de su integración en la Comunidad Europea, se ha ido perdiendo en el transcurso de los últimos años.

La vieja norma de fijar el crecimiento salarial por el aumento del coste de la vida más dos puntos, que los Pactos de la Moncloa erradicaron del comportamiento de los salarios, ha vuelto a resucitar en los últimos años en forma rotunda. Pero naturalmente las consecuencias de una indiciación de este tipo que supone mirar a la inflación pasada sin apostar por una reducción de la inflación futura, sólo puede conducir a revitalizar la vieja espiral salarios-precios-salarios que perpetúa el proceso inflacionista acentuándolo en forma creciente como, en forma extrema, los abandonados modelos latinoamericanos del pasado pusieron de manifiesto hasta la saciedad. Pese a la intoxicación informativa que, en este terreno, propician los sectores interesados, lo cierto es que la evolución de los salarios en convenio no han moderado su crecimiento (7,1 en enero-septiembre de 1992) y han crecido por encima del coste de la vida, y de la productividad con lo que el coste laboral unitario en el período enero-julio continúa aumentando a tasas superiores al 6 por cien (6,4), lo que mantiene un diferencial importante (2,4 puntos en el sector industrial) respecto a la media comunitaria.

Por otra parte es necesario destacar, la ausencia de acciones concretas de carácter estructural sobre el mercado de trabajo, tales como una nueva definición de la formación profesional, que contribuya a flexibilizar el mercado de trabajo adecuando la oferta a la demanda.

[IX. 1, 2 y 3; X. 5]

Noveno: La Pérdida de competitividad de la economía española.

Las tensiones inflacionistas de la economía española, cuyas raíces han sido comentadas, han venido obligando a la Política Monetaria a ejercer su tarea estabilizadora, con una continuada acción restrictiva que lógicamente ha elevado los tipos de interés, causando efectos negativos adicionales sobre el proceso de inversión.

Aún así, la inflación subyacente y la apreciación de la peseta en los mercados internacionales, a pesar de la devaluación recientemente practicada, han sido dos puntos claves que junto con la elevación de los

costes laborales, han contribuido decisivamente a la continuada pérdida de competitividad de las empresas y productos españoles.

Adicionalmente, los aspectos microeconómicos que afectan también a la competitividad, como las mejoras en la organización, la innovación, la normalización, la asistencia técnica y otros factores cualitativos de la competitividad distintos de los costes, precios y tipo de cambio, no han experimentado mejoras ni han recibido apoyos sustanciales de la acción pública.

[X. 1, 2, 3, 4 y 5; XI. 1, 2, 3 y 4]

Décimo: La crisis de confianza.

Los factores comentados, que definen objetivamente el campo problemático de la economía española, han creado además una crisis de confianza importante, cuya influencia negativa sobre el comportamiento económico es evidente.

Una crisis de confianza que la atonía y tendencia a la baja de los mercados financieros (de cambios exteriores y bursátil) pone de manifiesto, así como la pérdida de dinamismo de la inversión exterior más permanente, directa y en inmuebles, mostrando sus dudas sobre el futuro de la economía española.

Por otra parte, el Índice del Sentimiento del Consumidor que elabora con periodicidad la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas mostraba, en el mes de junio, una caída de 19 puntos en el índice general, lo que implicaba volver a los niveles de la etapa crítica de 1985.

También los servicios estadísticos de la Comunidad Europea elaboran encuestas empresariales que permiten apreciar algunos indicadores cualitativos de la situación económica.

En el último sondeo de junio de 1992 (correspondiente al período marzo-abril), el clima de la coyuntura industrial española es nítidamente peor, tal como lo perciben los encuestados, que la media comunitaria. Todas las variables que la encuesta contempla, salvo las expectativas en precios e inversión industrial, muestran una posición más deprimida. El índice de confianza industrial está 7 puntos por debajo de la media. Las expectativas de producción se sitúan a 6 puntos menos que la Comunidad pero sobre el nivel de la cartera de pedidos se diferencia en 13 puntos de la media comunitaria.

Existe, en la base, de esa pérdida de confianza no sólo la contemplación de la realidad, sino la percepción clara de que esa situación económica difícil se produce además en un clima de incomprensión social y de mutua imputación de los diferentes grupos sociales y políticos de las causas de la crisis, lo que genera una inercia preocupante que no conduce a la corrección sino a la amplificación de los problemas existentes.

Esos diez aspectos que configuran la difícil situación económica española están íntimamente relacionados entre sí, se potencian mutuamente y además su intensidad se agudiza por el paso del tiempo. La sociedad española y los responsables de la política económica tienen que adquirir la clara conciencia de que ninguno de esos problemas va a resolverse espontáneamente. No existe ninguna suerte de automatismo que corrija sin actuación alguna las dificultades que definen la crítica situación de la economía española.

LOS CINCO ESCENARIOS EN QUE DEBE ACTUAR LA POLITICA ECONOMICA.

Se precisan decisiones importantes y urgentes en los diferentes escenarios en que se encuentran las causas de los problemas actuales y que han sido insistente y unánimemente diagnosticadas por los economistas, dentro y fuera de nuestro país, como pone de manifiesto una lectura aún superficial de todos los informes solventes realizados sobre la economía española. Esos escenarios claves, donde la actuación es urgente e imprescindible son los cinco siguientes:

1º) La necesidad de una política presupuestaria que consolide y reduzca el déficit público y domine el crecimiento del gasto. Una acción presupuestaria cuya inexistencia hoy se reconoce por todo el mundo.

No se trata de una acción restrictiva ocasional en el presupuesto de un ejercicio sino de una reflexión profunda que conduzca a una política coherente del gasto público.

Lo que se precisa es variar la actuación en los campos de acción problemática con una nueva definición del papel y funciones del sector público en la sociedad española. No se trata de debatir con la esterilidad del pasado, el contenido ocasional de un presupuesto que luego nunca se cumple. Se trata de reformar el propio comportamiento del Sector Público, ajustándolo a las necesidades sociales y sacrificando los servicios, las empresas públicas o las prestaciones sociales y sanitarias que sean necesarios. El presupuesto no puede ser la resultante imprevisible de unas demandas sociales desordenadas, tiene que ser el reflejo de una política pública definida con claridad y conducida con eficacia.

Necesidad de una política presupuestaria coherente a la que viene a sumarse, en la difícil coyuntura actual, la dificultad derivada de una financiación ortodoxa del déficit público y de la deuda pública acumulada, ante la insuficiencia del ahorro interno, sin retrocesos perturbadores en las cotas de libertad alcanzadas por el sistema financiero.

2º) La economía española necesita una nueva combinación de políticas monetaria y presupuestaria en la que el carácter inevitablemente restrictivo de esta última descargue a la actuación monetaria de la excesiva carga estabilizadora que viene soportando, permitiendo así una reducción de los tipos de interés que estimule a la inversión privada y normalice los movimientos de capitales exteriores.

La política monetaria no puede estar eternamente condenada a suplir las deficiencias de la política presupuestaria. Precisamente uno de los factores positivos de la entrada de la peseta en el mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo fue el de otorgar una cierta credibilidad al propósito de establecer un reparto de papeles entre la política monetaria y presupuestaria más adecuado a las nuevas condiciones. La práctica ha demostrado que tal propósito, si realmente lo hubo, ha sido permanentemente incumplido, siendo una de las fuentes principales de perturbación económica que finalmente ha tenido su reflejo en la reciente tormenta cambiaria.

3º) La inflación dual reclama una acción enérgica en los aspectos estructurales que la condicionan, sobre todo en el sector servicios, cuya evolución creciente no puede ser contrarrestada exclusivamente con medidas de contención de la demanda nominal. Ese conjunto de acciones estructurales, brillantemente enunciadas por el Ministro de Economía ante el Congreso hace ahora más de un año, no ha experimentado avances sustanciales en su aplicación. Es este un terreno en que la política económica parece saber lo que tiene que hacer pero son acciones que no se acometen, salvo en aquellas parcelas como el Sistema Financiero- que vienen exigidas por las directivas comunitarias.

4º) El mercado de trabajo debe flexibilizarse, rompiendo con su actual segmentación y cambiando radicalmente la norma de indicación de salarios que sólo conduce a acentuar el proceso inflacionista sin mejoras en el empleo.

La flexibilización del mercado de trabajo también reclama con urgencia un nuevo diseño de la formación profesional que facilite su equilibrio.

5º) Es preciso actuar en el campo de la mejora en la competitividad de las empresas españolas, no sólo en el terreno macroeconómico por la vía de costes, precios y tipo de cambio que en definitiva son puntos que se derivan de las actuaciones anteriores, sino por la vía de apoyar actuaciones decisivas a nivel de las empresas (formación, acceso a nuevas tecnologías, calidad, diseño, marcas y desarrollo de canales de comercialización, entre otros).

No se piense que una pura y simple devaluación como la recientemente practicada va a extender sus discutibles efectos positivos durante mucho tiempo, si no va acompañada de otras medidas estabilizadoras complementarias.

Cinco escenarios que definen las áreas de actuación complejas e interrelacionadas que es preciso abordar si la sociedad española quiere salir de la situación crítica que padece.

LA SOLUCION DE LOS PROBLEMAS EN EL FRENTE INTERNO: LA NECESIDAD DE DECISIONES BASADAS EN UNA VOLUNTAD SOCIAL COMPARTIDA.

Es la conciencia de la sociedad sobre esa acción necesaria que implica medidas impopulares, la única que puede llevar en un ejercicio de responsabilidad colectiva a su aplicación eficiente. Si España no acomete con responsabilidad y diligencia las actuaciones necesarias no conseguirá resolver el conjunto de sus problemas. Eso requiere primero, una voluntad social compartida; las dificultades económicas antes enunciadas son variadas y no pueden ser imputadas a un solo grupo social. En segundo lugar, la gravedad de la situación apela a la responsabilidad del liderazgo político para la adopción de medidas consensuadas que resuelvan los problemas.

Es cierto, como ya se ha expresado que buena parte de los actuales problemas económicos derivan de las circunstancias externas. A corto plazo no cabe esperar una recuperación económica mundial ni que se resuelvan las incertidumbres asociadas al proceso de ratificación del Tratado de Maastricht. Poco podemos hacer los españoles, en este terreno, para resolver la situación. Sin embargo, parece claro que en el panorama interior hay una amplia tarea que desarrollar. Existe un campo de acción necesario que reclama esa responsabilidad compartida para resolver los problemas internos y mejorar nuestra competitividad, de forma que cuando se produzca la recuperación mundial y se superen las actuales incertidumbres en la construcción de la UEM, España pueda participar con ventaja en ese proceso.

**INDICADORES DE LA SITUACION ECONOMICA ESPAÑOLA
(Al 6 de octubre de 1992)**

INDICADOR	PERIODO	1991	1992	ULTIMO MES	COMENTARIO
I. DESARROLLO GENERAL ECONOMIA					
1. PIB trimestral (Contabilidad Nacional)	I Trimestre	2.7	2.3	2.3	Desaceleración del crecimiento
2. Indicador general actividad económica (BBV)	Enero-Julio	2.3	0.9	-0.1	Claro deterioro de la actividad económica
II. PRODUCCION					
1. Indice de Producción Industrial (IPI)	Enero-Junio	-2.3	0.3	1.3	Tendencia poco creciente
2. Demanda eléctrica (UNESA)	Enero-Agosto	3.5	2.0	1.4	Disminuye el crecimiento
3. Cemento (OFICEMEN)	Enero-Mayo	-0.6	-4.5	-17.6	Caída de la construcción
4. Consumo gasóleo (CAMPSA)	Enero-Mayo	-0.5	-4.5	-8.0	Cae el transporte por carretera
5. Importación bienes intermedios (D.G.P. y C.)	Enero-Agosto	10.6	13.1	16.5	Precios internacionales a la baja
III. EMPLEO					
1. Población ocupada (EPA)	I Semestre	0.7	-1.2	-1.3	Descenso importante del empleo
2. Paro encuestado (EPA)	I Semestre	-2.8	10.6	12.5	Aceleración del paro
3. Tasa de paro (EPA)	I Semestre	16.0	17.6	17.7	Aumenta el paro
4. Seguridad Social (afiliación)	I Trimestre	3.2	-0.1	-0.2	Disminuye la creación de empleo situándose en tasa negativa
IV. CONSUMO					
1. Consumo familiar (E.C.P.F.)	I Semestre	3.2	2.7	2.0	Se debilita el consumo familiar
2. Consumo gasolina (CAMPSA)	Enero-Mayo	-0.4	2.7	0.0	Disminuye el consumo
3. Ventas en grandes superficies (INE)	Enero-Agosto	5.7	0.3	3.1	Se desacelera el crecimiento del consumo privado (bienes no duraderos: consumo dual)
4. Consumo público (Contabilidad Nacional)	I Trimestre	4.0	5.3	5.3	Prosigue la expansión del consumo público
5. Matriculación automóviles (D.G.P. y C.)	Enero-Agosto	-14.8	13.4	-14.8	Comienza el declive de la demanda
V. INVERSION					
1. Fabricación bienes equipo (IPI)	Enero-Junio	-10.0	-2.5	-8.8	Desaceleración del ritmo producción
2. Importación bienes equipo (D.G.P y C.)	Enero-Agosto	-0.5	-1.7	-17.4	Se desacelera la compra de equipo importado
3. Inversión en equipo (Contabilidad Nacional)	I Trimestre	-2.3	2.7	2.7	Mejora la compra en equipo en el primer trimestre
4. Licitación oficial (D.G.P. y C.)	Enero-Junio	-16.5	-49.2	-35.8	Desfavorables expectativas en construcción
5. Inversión en construcción (Contab. Ncal.)	I Trimestre	8.3	-3.3	-3.3	Descenso de la construcción

INDICADOR	PERIODO	1991	1992	ULTIMO MES	COMENTARIO
VI. INFLACION					
1. Índice Precios Consumo (IPC)	Enero-Agosto	6.1	6.2	5.7	Inflación afirmada en servicios con descenso del precio de los alimentos y aumento de precios por la imposición indirecta
2. Inflación subyacente (IPC)	Enero-Agosto	6.4	6.7	7.0	Se reafirma la tensión inflacionista
3. Precios agrarios percibidos (MAPA)	Enero-Abril	-7.3	3.8	2.2	Se recuperan moderadamente los precios agrarios
4. Precios energía (IPRI)	Enero-Julio	6.1	1.4	4.2	Alza de los impuestos
5. Precios industriales (IPRI)	Enero-Julio	1.9	1.3	1.5	Notable moderación impuesta por la competencia exterior
6. Precios de importación	Enero-Julio	-1.6	-4.2	-4.1	Fortaleza de la peseta
VII. EQUILIBRIO EXTERIOR					
1. Saldo Balanza mercancías (ADUANAS)	Enero-Agosto	0.3	-12.9	-11.7	Empeoramiento considerable
2. Saldo Balanza servicios (B. España)	Enero-Agosto	-6.7	-29.2	-14.0	Mayor gasto en rentas y servicios
3. Saldo Balanza c/c (m.m.pts)(B. España)	Enero-Agosto	-973.3	-1737.9	-18.0	Empeoramiento considerable
4. Saldo Balanza Básica (m.m.pts)	Enero-Agosto	507.0	382.3	17.8	Tendencia a empeorar
5. Saldo Balanza Fundamental (m.m.pts)	Enero-Julio	117.3	-807.5	-62.3	Empeoramiento en sostenibilidad del déficit
6. Importación:					
- Bienes (Aduanas) (Volumen)	Enero-Agosto	9.0	12.6	9.2	Crecimiento importador
- Servicios (Registro Caja B.E.)	Enero-Agosto	11.6	26.7	28.9	Crecimiento en las compras
7. Exportación:					
- Bienes (Aduanas) (Volumen)	Enero-Agosto	12.3	5.4	-3.8	Exportación sostenida
- Servicios (Registro Caja B.E.)	Enero-Agosto	7.7	13.7	15.9	Ligero mayor ingreso por turismo
8. Visitantes extranjeros (Sector Turismo)	Enero-Julio	0.0	4.9	-0.6	Debilidad en Julio
VIII. DEFICIT PUBLICO					
1. Crecimiento gasto público Estado (D.G.P. y C.) (Obligaciones reconocidas)	Enero-Agosto	10.4	17.5	-10.8	Elevado crecimiento
2. Crecimiento ingresos Estado (D.G.P. y C.)	Enero-Agosto	11.4	5.2	2.3	Descenso de la recaudación
3. Déficit de Caja del Estado (D.G.P. y C.)	Enero-Agosto	-7.9	84.8	22.1	Aumento sustancial del déficit
4. Déficit contable del Estado (D.G.P. y C.) (m.m. pts.)	Enero-Agosto	-822.3	-1868.7	-259.0	Empeora el déficit
5. Deuda del Estado (Pasivos financieros)(m.m. pts.)	Enero-Mayo	19.959	22.644	629	Crecimiento por el mayor déficit
IX. MERCADO DE TRABAJO Y SALARIOS					
1. Salarios en convenio (Mº Trabajo)	Enero-Sept.	7.7	7.1	7.2	Alto crecimiento salarial
2. Ganancia por trabajador (INE):					
- Pagos totales	II Trimestre	8.0	7.8	7.8	El INE detecta mayor crecimiento salarial

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

INDICADOR	PERIODO	1991	1992	ULTIMO MES	COMENTARIO
- Pagos ordinarios	II Trimestre	9.0	8.5	8.5	Mayor alza salarial
3. Coste Laboral Unitario (FIES)	Enero-Julio	6.9	6.4	6.7	Moderado descenso pero con aumento del paro
X. COMPETITIVIDAD					
1. Tipo de cambio efectivo (1987=100)	Enero-Julio	117.3	118.9	120.7	Pérdida de competitividad
2. Índice Precios Consumo (IPC) (Diferencial CEE)	Enero-Agosto	0.9	1.7	1.6	Se abrió la brecha inflacionista en el primer semestre
3. Precios industriales (IPI)	Enero-Julio	1.9	1.3	1.5	Precios industriales poco crecientes
4. Precios exportación	Enero-Agosto	-0.8	-0.5	1.1	Se pierde competitividad
5. Coste Laboral Unitario en la industria (CLU) (Diferencial CEE)	Enero-Julio	2.8	2.4	2.7	Mayor CLU de España con aumento del paro
XI. TIPOS DE INTERESES					
1. Corto plazo (Mercado interbancario)	Enero-Junio	13.8	12.5	12.4	Ligero descenso con nivel elevado
2. Largo plazo (Banca)	Enero-Junio	18.9	17.2	16.7	
3. Reales a corto (Deflactados IPC)	Enero-Junio	7.3	5.8	6.8	
4. Netos de impuestos a corto (-25% retención)	Enero-Junio	10.4	9.4	9.3	

Fuente: INE, Dirección General de Previsión y Coyuntura y BBV.

GRAFICO 1

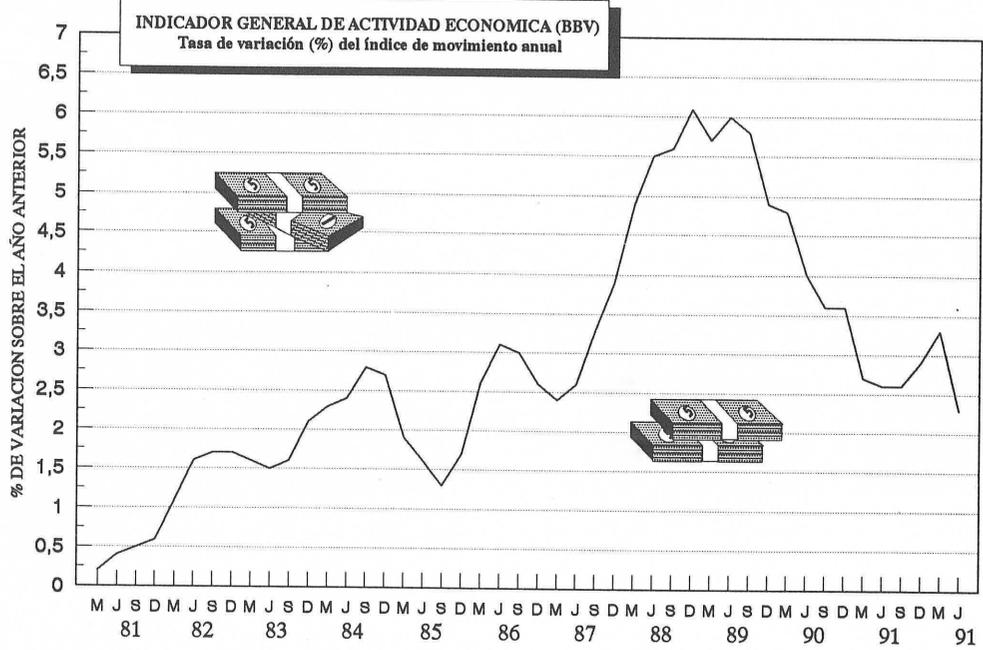


GRAFICO 2

