

# Cuadernos

de Información Económica

FEBRERO

119

1997

## Empresa pública y privatización

■ **Economía Española**  
Estrategias de privatización  
en España

■ **Economía Internacional**  
Privatizaciones en Europa

■ **Sistema Financiero**  
Bolsa y fondos de  
inversión

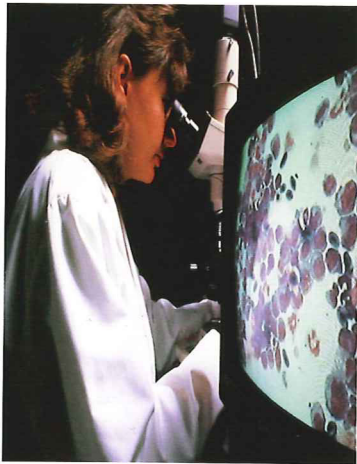
■ **Tema del Mes**  
Progresó la confianza  
económica

■ *Y además nuestras secciones habituales:*

Punto de Vista, Resumen de Prensa, Gráfico del Mes, Instantánea Económica y Libros del Mes.



INVESTIGACION  
2.095,0  
MILLONES



ASISTENCIA  
20.650,7  
MILLONES



SANIDAD  
3.484,4  
MILLONES

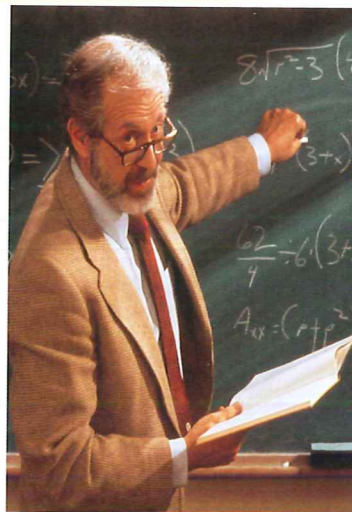


MAS  
ALLA



CULTURA  
36.290,7  
MILLONES

DEL  
INTERES  
SIMPLE



EDUCACION  
17.550,5  
MILLONES

Estas cifras representan la intensa labor social que las Cajas han desarrollado durante 1995 dentro de su **Obra Social**.

La **Obra Social** de las Cajas de Ahorros es la actividad que las diferencia del resto de las entidades financieras. Una de las razones fundamentales de su creación hace más de siglo y medio: colaborar con su entorno, orientando su actuación a las necesidades y demandas de la sociedad en cada momento.

Más de **80.000 millones** de pesetas han invertido las Cajas de Ahorros en la creación y mantenimiento de centros y en la realización de actividades de carácter cultural, asistencial, docente, sanitaria y de investigación.

**Eficientes en la Gestión, Solidarias con la Sociedad.**



CAJAS DE AHORROS  
CONFEDERADAS

LA CARA HUMANA DEL DINERO

# Cuadernos

---

*de* Información Económica

FEBRERO

119

1997



FUNDACION DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

**FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL**

---

**Patronato**

BRAULIO MEDEL CÁMARA (*Presidente*)  
JOSÉ JOAQUÍN SANCHO DRONDA (*Presidente de Honor de la CECA*)  
JOSÉ LUIS ARRIBA URRUTIA  
LUIS CARRERA PASARO  
LUIS CORONEL DE PALMA  
DIEGO FUENTES TALAVERA  
TOMÁS MARTÍN-PEÑATO ALONSO  
MARTÍN OLLER SOLER  
JUAN RAMÓN QUINTÁS SEOANE  
FRANCISCO TUDELA SALVADOR  
AVELINO VILA OTERO  
ANGEL ROBERTO VILLALBA ÁLVAREZ

**Presidente de Honor**

ENRIQUE FUENTES QUINTANA

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

---

**Director**

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

**Redactor-Jefe**

FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

***Cuadernos de Información Económica***

*no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y  
previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en  
la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad,  
aportan.*

**Autoedición**

Joaquín López Nadales

**Diseño Cubierta**

Bravo-Lofish

**Edita**

Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas  
para la Investigación Económica y Social  
Padre Damián, 48. 28036-Madrid

**Publicidad**

DFM  
Génova, 5; 28004-Madrid  
Teléfono: 3080318  
Fax: 3087165

**Imprime**

RAYCAR, S.A. Impresores  
Matilde Hernández, 27; 28019-Madrid

Depósito legal: M. 402 - 1987  
ISSN: 1132-9386

# SUMARIO

---

Pág.

## Presentación

---

## Economía Española

---

LAS EMPRESAS PÚBLICAS ESPAÑOLAS: ANÁLISIS COMPARADO, EN CLAVE EMPRESARIAL.— <i>Juan Antonio Maroto Acín</i> .....	1
LAS PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA.— <i>Álvaro Cuervo García</i> .....	10
ANTECEDENTES Y LÍNEAS ESTRATÉGICAS DEL PLAN DE PRIVATIZACIONES.— <i>Pedro Ferreras Díez</i> .....	24
LA CONFIGURACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL EN ESPAÑA.— <i>M<sup>a</sup> Teresa López López y Alfonso Utrilla de la Hoz</i> .....	30
CUATRO OPINIONES SOBRE LA PRIVATIZACIÓN DE EMPRESAS PÚBLICAS EN ESPAÑA.....	39
— <i>Cristóbal Montoro y Luis de Guindos</i> .....	40
— <i>Amadeo Petitbo</i> .....	41
— <i>Francisco Gómez Roldán</i> .....	43
— <i>Benito Arruñada</i> .....	44

## Economía Internacional

---

LA PRIVATIZACIÓN EN LOS PAÍSES DEL ESTE. POSIBLES LECCIONES PARA LOS DEL OESTE.— <i>José Luis Ugarte</i> .....	47
EL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN EN EUROPA. DOS PASOS ADELANTE UN PASO ATRÁS.— <i>Zulima Fernández</i> .....	55
LA INCERTIDUMBRE SOBRE ALEMANIA Y EL FUTURO DE EUROPA.— <i>Nieves García Santos</i> .....	66
INFORME ECONÓMICO ANUAL DE LA COMISIÓN EUROPEA.— <i>Traducción, resumen y comentarios de Ricardo Cortes</i> .....	70

## Sistema Financiero

---

TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE VALORES.— <i>Antonio Mora Sánchez</i> .....	75
DIEZ PREGUNTAS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA.— <i>Santiago Carbó Valverde</i> .....	85

## Punto de Vista

---

LA GUERRA DE LA DIGITAL.— <i>Pilar Cernuda</i> .....	95
--	----

## Resumen de Prensa

---

COMENTARIO DE ACTUALIDAD.— <i>Ramon Boixareu</i> .....	99
LA INFORMACIÓN ECONÓMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL .....	103

## Temas del Mes

---

FEBRERO 1997: LA CONFIANZA ECONÓMICA PROGRESA.— <i>Francisco Alvira Martín y José García López</i> .....	123
EL PROCESO DE DESEQUILIBRIO Y AJUSTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DENTRO Y FUERA DE LA MONEDA ÚNICA.— <i>José Luis Feito</i> .....	138

## Gráficos del Mes

---

SUBVENCIONES DE EXPLOTACIÓN Y TRANSFERENCIAS DE CAPITAL A LAS EMPRESAS PÚBLICAS NO FINANCIERAS .....	149
--	-----

## Instantánea Económica

---

EL "MAPA" DEL SECTOR EMPRESARIAL PÚBLICO ESTATAL .....	153
--	-----

## Libros del Mes

---

<i>La política monetaria y la inflación en España, de Servicio de Estudios del Banco de España.— Victorio Valle</i> .....	159
<i>Curso Básico de Hacienda Pública. Esquemas de clases, de Manuel J. Lagares Calvo.— Nuria Rueda López</i> .....	160
<i>Bank soundness and macroeconomic policy, de Carl-Johan Lindgren, Gillian Garcia and Matthew I.— Santiago Carbó Valverde</i> .....	161
<i>La economía política de la decadencia de Castilla en el siglo XVII, de Luis Perdices Blas.— Jesús Gómez Tejedor</i> ...	164

# PRESENTACIÓN

---

Los datos que se van conociendo del cierre del año 1996 confirman los favorables pronósticos que se venían formulando sobre el resultado económico de ese ejercicio y marcan una trayectoria positiva hacia el 97, por mucho que hechos recientes, como la huelga del transporte por carreteras, la confusa maraña informativa respecto a la plataforma digital o la comprensible inquietud ciudadana derivada de los desconocidos efectos de ese "brote no epidémico" de meningitis, tan mal transmitido a la sociedad española, se hayan esforzado en acentuar los perfiles negativos en estos primeros meses del año.

Las estimaciones del INE para los nueve primeros meses de 1996 y los datos todavía provisionales e incompletos del último trimestre permiten realizar previsiones con bastante aproximación de los resultados de la economía española en el año pasado. El crecimiento del PIB se mueve en un entorno del 2,2 por 100, por efecto de la recuperación del consumo privado, con un incremento estimado del 1,5 por 100, de la aportación de la inversión en capital fijo del 1,8 por 100 –gracias al componente de bienes de equipo que ha tenido que compensar la tasa negativa de la inversión en construcción–, y especialmente, del buen comportamiento de la demanda exterior, que ha aportado, por sí sola, más de medio punto porcentual al crecimiento del PIB.

El sector público ha moderado sus desequilibrios al haber alcanzado el Estado un déficit del 3,3 por 100, dos décimas inferior al inicialmente previsto, aunque la seguridad social terminará absorbiendo esa reducción.

Estos logros ofrecen un mayor valor si se tiene en cuenta que se han conseguido en un clima de moderación de la inflación que se situó al final del año y en tasa interanual en el 3,2 por 100, lo que permite un ligero acercamiento a los porcentajes de los países menos inflacionistas de la Unión Europea.

Los datos anteriores, junto con las buenas perspectivas de la inflación a medio plazo, han tenido su traducción en importantes reducciones de los tipos de interés que, tras situar el de intervención del Banco de España en un 6 por 100, se han extendido por los mercados financieros. El clima de confianza ha llevado también a importantes recortes en el diferencial del bono español con el *Bund* alemán, que ha llegado a romper la barrera del 1 por 100 en el pasado mes de enero.

Las expectativas para 1997, son en principio, favorables. Por un lado, el crecimiento del PIB puede situarse en tasas del 2,9 por 100, debida a la mayor expansión del consumo privado, que podría alcanzar un 2,6 por 100; el avance de la formación bruta de capital, con valores estimados del 4,6 por 100. La demanda exterior, sin embargo, tendrá un comportamiento neutro, rebajando

paulatinamente el aporte positivo del presente año, al reactivarse las importaciones por efecto del crecimiento del gasto interno. Por otro lado, la creación neta de empleo puede situarse en cifras cercanas a los 250.000 puestos de trabajo, en una línea similar a la del último año. Además, el Índice de Precios al Consumo se espera que continúe la senda descendente hasta situarse, al final del año, en el 2,6 por 100 y en el 2,7 por 100 de media anual, lo que permitirá alcanzar el objetivo de inflación del Tratado de Maastricht.

Otro factor que induce a pronosticar un panorama económico favorable para 1997 lo constituye la significativa subida del Índice de Sentimiento del Consumidor del presente mes, objeto de análisis en este número de *Cuadernos*, que dibuja el creciente optimismo económico y la mejora de las expectativas de los españoles, alcanzando uno de sus valores más altos desde el comienzo de la serie en 1977. Un dato que corrobora el Índice de Confianza del Consumidor elaborado por EUROSTAT.

Para que esas mejoras de expectativas cristalicen en resultados positivos sobre el empleo, se requieren, sin embargo, avances adicionales en las reformas estructurales necesarias de la economía española y, en particular, en la reforma del mercado de trabajo. En esa línea, no debe dejar de mencionarse el Plan de Liberalización y de Impulso de la Actividad Económica aprobado por el gobierno el pasado 21 de febrero, que prolonga las medidas adoptadas en junio de 1996, proponiendo una serie de liberalizaciones en terrenos tales como las telecomunicaciones, el suelo y viviendas, defensa de la competencia, la reforma de la legislación concursal, la regulación del *leasing*, un Estatuto del usuario de servicios públicos, el impulso del ahorro estable a largo plazo y mejoras en los sectores energético y de transportes, entre otras actuaciones. En total, la propuesta aprobada por el gobierno, consta de 23 proyectos de ley, 18 reales decretos, y otras 8 normas de menor rango. Habrá que esperar a su aprobación y puesta en práctica.

Línea de reforma sobre la que el reciente *Informe Económico Anual* de la Comisión Europea, que comenta Ricardo Cortes en este número, vuelve a insistir, especialmente en el terreno del mercado laboral. El *Informe* rechaza que la globalización y el avance tecnológico sean factores que estén frenando la creación de empleo y sí, en cambio, suponen una reestructuración del existente que elimina puestos de trabajo de baja cualificación y crea otros de mayor especialización. Por ello, propugna la flexibilización del mercado de trabajo tratando de adecuar la productividad a los costes salariales y, con el fin de no seguir un modelo a la americana, que ha dado lugar a caídas significativas en los salarios reales, defiende la reducción de los costes laborales no salariales en los estratos más bajos y la introducción de salarios temporales para jóvenes y parados de larga duración. La flexibilización exige, asimismo, una mayor movilidad geográfica y profesional, y un esfuerzo en formación que permita un rápido tránsito de unos empleos a otros para adaptarse eficazmente a los cambios tecnológicos.

A nivel interno, las buenas expectativas económicas para 1997 deben ser matizadas introduciendo algunos elementos que pueden afectar negativamente el panorama optimista anteriormente dibujado: la reducción de la tasa de inflación presenta dificultades importantes derivadas del agotamiento en la desaceleración de los precios de los servicios y del rebrote de los productos energéticos, tanto por el aumento del coste del petróleo en dólares como por la imparable ascensión de la cotización del dólar; la reciente huelga del sector del transporte es otro factor que va a suponer una reducción de la tasa de crecimiento del PIB, de difícil cuantificación en estos momentos, pero el efecto de sus



catorce días de vigencia se hará sentir con toda seguridad en la producción nacional.

En el ámbito externo, las incertidumbres que proyecta la situación de la economía alemana no dejan de ser preocupantes. Para Nieves García Santos, los datos recientes de la economía alemana muestran una contracción del gasto privado con efectos negativos para el empleo, que ofrece un horizonte sombrío en 1997, con un aumento de la tasa de paro que se situará en valores próximos al 11 por 100. Aunque los factores estacionales tienen una gran importancia en Alemania, no son éstos la única causa de la situación, sino la falta de vigor de la actividad productiva, en parte por la deslocalización de las inversiones que refleja los elevados costes laborales de ese país. Por otra parte, se prevé que el paro añadirá dos décimas más a un déficit presupuestario estimado en el 2,9 por 100 del PIB, lo que, ante el peligro de incumplimiento de uno de los criterios de convergencia, ha obligado a tomar medidas de control sobre el gasto público, dejando escaso margen a las anunciadas medidas de reforma fiscal y del sistema de pensiones.

### **Empresa pública y privatización**

---

En el necesario compás de espera, en tanto se ve cómo evolucionan los acontecimientos, este número de *Cuadernos* ofrece, dentro de su habitual temática variada, un análisis preferente sobre las cuestiones relativas a las empresas públicas españolas y a las privatizaciones, cuyas realizaciones recientes –como en el caso de Telefónica– y anuncios de actuaciones futuras lo elevan a tema de clara actualidad.

Cinco trabajos y una breve encuesta discurren sobre este campo problemático.

El artículo de Juan Antonio Maroto aborda la situación de las empresas públicas desde el punto de vista empresarial, y resalta que el análisis económico-financiero que se suele realizar de ellas no considera los objetivos extraeconómicos que tradicionalmente se han pretendido cubrir mediante la actuación de las empresas públicas y que, de hecho, distorsionan su comportamiento frente al mercado. Destaca también que el actual proceso español de privatización de empresas públicas viene exigido por nuestra pertenencia a la Unión Europea, en la que rigen los principios de la libertad de mercado, la competencia y la innovación; lo que excluye la asignación de recursos públicos a dichas empresas que no respeten los criterios de rentabilidad y riesgo que podría aplicar un inversor privado. Por último, el artículo analiza comparativamente empresas públicas y privadas, según los datos de la Central de Balances del Banco de España, para entresacar las claves de la situación patrimonial y los resultados de las empresas públicas, que son sistemáticamente peores que los de las privadas y que hacen que se vea en el proceso de las privatizaciones una expectativa para solventar las carencias estructurales que los motivan.

La descripción actual del sector público empresarial en España es el objeto del trabajo de M<sup>ª</sup> Teresa López y Alfonso Utrilla. Tras definir el ámbito de estudio, que circunscriben a cuatro tipos de entidades consideradas como empresas públicas, examinan en primer lugar las que dependen de la Administración Central del Estado. En el área de las empresas públicas participadas por las administraciones territoriales, dos terceras partes corresponden a las corporacio-

nes locales y el resto a las comunidades autónomas, destacando entre éstas la del País Vasco, con un número de 78, y Cataluña con 47.

Los autores destacan la reducción de la incidencia del sector público en la actividad empresarial en los últimos años, tras un período anterior de crecimiento, bien por venta de empresas públicas o por reducción de las regulaciones sobre los mercados. En cualquier caso la firma del Tratado de Maastricht ha tenido como consecuencia un replanteamiento del papel de la empresa pública en los países de la Unión Europea y ha abierto un proceso de privatización en el que nuestro país juega un papel relevante. El lector encontrará en este trabajo una primera aproximación útil sobre los tipos de empresas públicas españolas y sus principales magnitudes económicas.

El lógico complemento de estos trabajos se encuentra en la Instantánea Económica y en el Gráfico del Mes, de este mismo número de *Cuadernos*.

*La Instantánea Económica* muestra el "mapa" del sector empresarial público estatal, diseñado recientemente, tras la creación de las dos sociedades estatales: la SEPI (de Participaciones Industriales) y la SEPPA (de Participaciones Patrimoniales), y de la AIE (Agencia Industrial del Estado), que conforman la estructura institucional de las empresas públicas estatales, recogiendo los datos más recientes de ese conglomerado de empresas y su participación por las sociedades matrices, aunque, tal como señala con más precisión el contenido de aquélla, los continuos cambios derivados del proceso de privatización pueden dejar algunas cifras rápidamente obsoletas.

*Los Gráficos del Mes*, por su parte, muestra el panorama de las ayudas facilitadas, en el período 1986-1995, por la administración central y la Autonómica a las empresas públicas no financieras, tanto por la vía de las subvenciones a la explotación como de las transferencias de capital. De la representación de las tres series ofrecidas, dos de subvenciones pagadas - una por la administración central y otra por las comunidades autónomas- y la tercera de transferencias de capital, cabe destacar, en primer lugar, la relevancia de las cifras, su permanencia en el tiempo y su crecimiento en los últimos años, incluso en pesetas constantes, que, en el caso concreto de las autonomías, se han multiplicado por cuatro en diez años. Por el contrario, los datos numéricos de las transferencias de capital muestran una inicial y significativa caída y un suave crecimiento desde 1990.

El profesor Álvaro Cuervo aborda en su excelente trabajo un amplio conjunto de cuestiones relacionadas con el proceso de privatización en España. Hasta fechas recientes, afirma el profesor Cuervo, la privatización en España, al igual que la creación de empresas públicas, no ha obedecido a ninguna estrategia precisa y explícita. El artículo va estudiando sucesivamente las bases de configuración de la empresa pública española, la experiencia privatizadora en el período 1985-1995 tanto en los *holdings* públicos (INI, INH y Patrimonio del Estado) como en los bancos en crisis -y sus empresas-, para cerrar con la descripción de la reprivatización de Rumasa. El trabajo se completa con la consideración del plan actual de privatizaciones aprobado en junio del 96, que refleja la existencia de una decisión política y de un calendario de actuaciones aprobado, lo que constituye un punto de partida imprescindible.

El trabajo de Pedro Ferreras, Presidente de la SEPI, completa la consideración de la empresa pública en España, centrándose en el tema actual de las privatizaciones. La escasa precisión que se suele aplicar al término privatización y las distintas interpretaciones a que da lugar su propia definición, así como la realidad de los procesos puestos en marcha en diferentes países, justifican la

necesidad de establecer los antecedentes, objetivos y marco de la política de privatizaciones de nuestro país. Una vez dibujado este panorama, Pedro Ferreras, examina la estrategia seguida por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales y concreta sus líneas de actuación. Dentro de la globalidad del proceso de privatizaciones, el autor distingue, de acuerdo con las circunstancias particulares de cada caso, tres grandes grupos de empresas: las privatizables con carácter inmediato, las que necesitan un período de adaptación y las que requieren una reformulación previa con el fin de asegurar su supervivencia futura.

Un breve, pero cualificado, conjunto de opiniones, que *Cuadernos* agradece expresamente, cierra esta primera parte del número. El Secretario de Estado de Economía, Cristóbal Montoro –y el Director General de Política Económica, Luis de Guindos–; el Presidente del Tribunal de Defensa de la Competencia, Amadeo Petitbó, el Consejero Delegado de Argentaria, Francisco Gómez Roldán, y del Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad Pompeu Fabra, Benito Arruñada, ofrecen, con sus gentiles respuestas al cuestionario sugerido por *Cuadernos*, opiniones y reflexiones adicionales que contribuirán a enriquecer la valoración, por los lectores, de este importante tema.

### **Privatización en los países del este ... Y del oeste**

---

Dos trabajos adicionales completan, con óptica internacional, la consideración de la privatización. El primero de ellos se debe a la pluma, siempre ingeniosa y elegante, de José Luis Ugarte. El segundo es un documentado estudio de la profesora Zulima Fernández.

La privatización de las economías de los países del Este sirve de pretexto a José Luis Ugarte para estudiar la problemática que este mecanismo plantea en las occidentales. Con las salvedades que hay que aplicar a procesos tan diferentes –la resurrección de la empresa privada y el mercado frente al adelgazamiento del sector público–, la interesante e ingeniosa comparación del colaborador habitual de *Cuadernos* justifica el papel fundamental que juega el sector público en la economía actual, cualquiera que sea el sistema económico elegido, tanto para la producción de bienes públicos como para posibilitar un correcto funcionamiento del mercado.

Sin embargo, las diferencias en las fórmulas de privatización seguidas en ambos sistemas difieren considerablemente, no sólo por la importancia relativa del patrimonio traspasado con respecto al total nacional, sino por la mayor dificultad de acometer el proceso en economías con poca experiencia capitalista, en la que deben salvarse enormes resistencias sociales y políticas a la privatización.

Entre las lecciones que pueden extraerse para los países occidentales, el autor destaca las siguientes:

1. La privatización es sólo una medida de una política económica dirigida a liberalizar y flexibilizar la economía en su conjunto.
2. La privatización debe llevar aparejada la mejora del funcionamiento del sector público superviviente.
3. No parecen existir hoy día razones de peso que justifiquen una dedicación del sector público a la producción de bienes y servicios no públicos.

4. Privatizar con el simple objeto de recaudar ingresos con los que atender a gastos públicos corrientes es una grave irresponsabilidad.

5. Transparencia y limpieza son factores que deben presidir todo proceso de privatización.

Desde una perspectiva más netamente económica, europea y occidental, el interesante trabajo de la profesora Zulima Fernández supone una valiosa aportación al estudio de los rasgos que definen el proceso de privatizaciones seguido en nuestro continente. Dentro de un panorama histórico caracterizado por la mutabilidad, se observan puntos de coincidencia en el movimiento seguido en los últimos años. Entre ellos, destaca sobremanera la posición, casi general, favorable a la reducción del papel de la empresa pública en la actividad productiva como consecuencia de los problemas de gestión que plantea. La privatización se ha convertido así en un fenómeno mundial.

El clima generalizado de aceptación no significa que la privatización sea ahora más fácil. La negativa evolución bursátil de algunas acciones colocadas en el mercado mediante ofertas públicas ha provocado un cierto retraimiento de los inversores, máxime cuando los volúmenes ofrecidos alcanzan ya cifras considerables. Por otra parte, los estudios realizados parecen confirmar una mejora en los resultados de las empresas privatizadas.

Otro aspecto de interés es que la resistencia de los gobiernos a perder el control de las ex-empresas públicas ha generado dos innovaciones en los procesos privatizadores: la búsqueda de núcleos duros y las acciones con derechos especiales o acciones de oro, tal como la autora traduce la expresión inglesa *golden shares*.

El artículo distingue claramente entre la privatización en la Europa Occidental y en la Oriental, y finaliza recogiendo como conclusiones más relevantes la generalización mundial del fenómeno, su mayor aceptación social, el camino seguido, que privatiza primero las empresas que compiten en los mercados sin situaciones de privilegio para, a continuación, pasar a los servicios públicos y finalizar con los servicios sociales.

### **Bolsa y fondos de inversión**

---

En el terreno financiero, dos colaboraciones se aportan en este número.

— La filosofía que subyace en el artículo de Antonio Mora es que la coyuntura favorable que viven los mercados de valores españoles, impulsados por el clima de estabilidad internacional y la creciente participación extranjera, está propiciando una rápida aproximación a los de los países más desarrollados. El autor explica que el proceso de internacionalización se ha acelerado con el ingreso de España en la CE y la reforma de 1988, y se ha consolidado en la década actual, básicamente, por la participación creciente de la inversión de los no residentes y no por la cotización de empresas extranjeras en nuestros mercados, a diferencia de la actuación de las grandes corporaciones españolas que contratan en las bolsas exteriores. Sin embargo, la importancia de la inversión extranjera puede tener efectos negativos sobre la volatilidad y, especialmente, en momentos de inestabilidad generalizada. De hecho, las fluctuaciones de los mercados más influyentes del mundo vienen afectando cada vez más estrechamente a las bolsas españolas.

— El crecimiento espectacular de los fondos de inversión, que han reba-

sado los 20 billones de ptas., y que sitúan a nuestro país, dentro del conjunto de la UE, EE.UU. y Japón, en el séptimo lugar en valores absolutos y en el cuarto de acuerdo con la *ratio* patrimonio total/PIB, sirven de pretexto para que Santiago Carbó dé respuesta a diez preguntas sobre el papel y la actividad de estas instituciones de inversión colectiva.

De las contestaciones ofrecidas destacaremos algunos puntos claves. El primero es que, cualquiera que sea el indicador elegido –patrimonio total, número de partícipes o de instituciones–, su crecimiento en los años noventa ha sido espectacular. El segundo, que sirve de explicación al anterior, es el favorable tratamiento fiscal de que gozan, cuya lógica, desde la deseable neutralidad de la fiscalidad respecto a la materialización del ahorro, es discutible. Otro rasgo notable es la variedad de fondos que existen en la actualidad: FIM, FIAMM y sus diferentes modalidades. Otros aspectos de interés tratados en el artículo son las implicaciones de la expansión de los fondos sobre la actividad de las entidades de depósito y los mercados financieros, y los riesgos a los que se hallan sometidos los partícipes.

— Finalmente, las perspectivas futuras de la inversión colectiva en nuestro país continúan siendo favorables, tanto en términos de crecimiento como por la mayor liberalización de sus operaciones activas y otras novedades que incorporarán las leyes de Reforma del Mercado de Valores y de Instituciones de Inversión Colectiva.

#### ***Punto de vista: "la guerra de la digital"***

---

El resumen de la prensa internacional, en su perspectiva económica ofrece, como de costumbre, un variado rango de temas, entre los que destacan, la discusión sobre la presencia de Italia, España y Portugal en la primera fase de la Unión Monetaria Europea, la situación e inquietantes perspectivas de la economía alemana, y la cotización del dólar y su impacto en el marco económico internacional.

Por lo que a los temas de actualidad interna se refiere, pocas cuestiones como la polémica sobre la plataforma digital han concitado la atención de los medios de comunicación social. La conocida y prestigiosa periodista Pilar Cernuda dedica su Punto de Vista al tema de la televisión digital. De manera sencilla, describe los antecedentes y la evolución seguida en una operación en la que se han implicado los medios de comunicación más importantes del país, y que ha dado lugar a la intervención del propio gobierno de la nación.

La conclusión final de la periodista es que el futuro de la televisión digital en España es incierto, ya que requiere cuantiosas inversiones y exigirá importantes desembolsos por parte de aquellos que quieran abonarse a unos servicios muy sofisticados, cuyas posibilidades son todavía hoy difícilmente imaginables.

#### ***Los Temas del Mes: el avance de la confianza económica y la conveniencia de acceder a la Unión Monetaria.***

---

Dos temas se han seleccionado, en esta ocasión, como los puntos centrales que nutren el debate económico nacional.

El primero de ellos es el relativo a la percepción de la situación económica

por parte de los ciudadanos españoles que analiza el Índice del Sentimiento del Consumidor que la Fundación de las Cajas de Ahorros viene realizando con periodicidad.

Con el título "La confianza económica progresa", F. Alvira y J. García López analizan los resultados del primer sondeo del Índice del Sentimiento del Consumidor de 1997. En él se constata una conclusión positiva: los españoles vemos la situación económica con creciente optimismo y las expectativas muestran una rápida mejora. Esta percepción favorable se observa, asimismo, en la reciente evolución de la marcha de la economía familiar, que ha mejorado notablemente. Se ha recuperado también la posición frente al consumo que, aún siendo baja, muestra un fuerte crecimiento en el índice. La inflación ha pasado a ocupar un puesto secundario en los problemas de los españoles. La mayoría tiene una percepción satisfactoria en la evolución de los precios y cree que la tendencia se consolidará en los próximos meses. El empleo, sin embargo, continúa siendo el problema más importante para los consumidores. La mayoría ve difícil su solución y cree que no se producirá de una forma aceptable en 1997.

Un segundo tema, cuyo interés permanente está fuera de toda duda, aporta el excelente artículo, siempre fundamentado y a la vez polémico, del actual Embajador de España ante la OCDE, José Luis Feito, sobre la conveniencia, para la economía española, de pertenecer a la Unión Monetaria Europea. José Luis Feito parte de las posiciones críticas que dentro y fuera del país se han tomado frente al propio proyecto de Unión Monetaria y, más en concreto, a la integración en él de España (véase, en este sentido, el resumen de prensa). Su tesis fundamental es que los problemas que se atribuyen a la moneda única para una economía como la española estarían igualmente presentes -si es que no más acentuados- fuera del Euro y aún manteniendo las actuales posibilidades de devaluar. Por el contrario, la pertenencia a la UME refuerza la credibilidad de la lucha antiinflacionista y estimula la práctica de las reformas estructurales, en todo caso necesarias para la economía española.

### ***Los libros del mes***

---

Cuatro libros marcan el contenido de la oferta bibliográfica en este número 119 de *Cuadernos de Información Económica*:

— "La política monetaria y la inflación en España" constituye una espléndida obra colectiva en la que se encuentran los principios y fundamentos de la actual política monetaria española, tras la autonomía concedida al Banco de España en 1994. También contiene la obra el análisis riguroso del anclaje histórico de esa política.

Como afirma Victorio Valle en su comentario, es una obra básica que no debe estar ausente de la biblioteca de los economistas; al menos de los que cultivan profesionalmente el campo del sistema financiero y monetario español.

— "Curso básico de Hacienda Pública. Esquemas de clase", del profesor Manuel J. Lagares Calvo, es un trabajo útil y oportuno. La importancia de la Hacienda Pública como disciplina científica y su presencia en los planes de estudio de las facultades de Ciencias Económicas, así como en los programas de acceso a diferentes cuerpos de las administraciones públicas, dotan de gran utilidad a la disposición de unos esquemas amplios, precisos, detallados, fruto de la tarea docente del profesor Lagares Calvo, que es tanto como decir de un proceso de reflexión asociado a una dilatada experiencia universitaria.

Profesores, alumnos y aspirantes a ingresar en la Administración pública encontrarán en esta obra el resultado de una paciente tarea que les transmitirá lo más importante de los temas de la Hacienda Pública moderna en forma sintetizada y ordenada que facilitará notablemente la tarea del estudioso para adquirir rápidamente una "composición de lugar" sobre cada tema, sin perjuicio de las ampliaciones posteriores que estime convenientes.

— "Bank soundness and macroeconomic policy" es un interesante ensayo que reclama la atención sobre la importancia de la estabilidad y solvencia del sistema bancario para el adecuado desarrollo de la política macroeconómica.

El libro contiene un extenso y útil *survey* sobre la crisis bancarias en los países del FMI desde 1980.

— Finalmente "La economía política de la decadencia de Castilla en el siglo XVII", del profesor Luis Perdices, discurre sobre el pensamiento económico español de la época, al hilo de los hechos y acontecimiento económicos.

Como dice Jesús Gómez Tejedor en su comentario, "se trata de un buen libro cuya lectura puede ser perfectamente recomendada en el mundo universitario y a todas las personas que estén interesadas en temas de desarrollo y tengan curiosidad por conocer lo que nuestros autores del pasado han pensado para resolver los problemas económicos de las sociedades en las que les tocó vivir".





## LAS EMPRESAS PÚBLICAS ESPAÑOLAS: ANÁLISIS COMPARADO, EN CLAVE EMPRESARIAL

---

Juan Antonio Maroto Acín

### 1. Introducción

---

Las empresas públicas españolas constituyen un tema de interés permanente, que se ha acrecentado en los últimos meses, a raíz de la vigencia de un plan de privatizaciones que pretende culminar las salidas a bolsa de determinadas empresas públicas señeras de los sectores energético y de telecomunicaciones, al tiempo de racionalizar y modernizar el sector público empresarial español ante la perspectiva de la plena integración en Europa.

Sin embargo, no todas las empresas públicas españolas tienen el valor de mercado, la internacionalización de sus actividades o el perfil de "empresa" rentable que ofrecen la ya privatizada Telefónica o la Repsol que próximamente culminará su proceso de privatización; ambas, por cierto, con notable éxito en sus respectivas y sucesivas salidas a bolsa, tanto entre inversores minoristas como institucionales.

Antes al contrario, la imagen tradicional de empresa pública evoca sectores maduros y en reconversión, excedentes de plantillas, burocratismo en las decisiones y, sobre todo, un pozo sin fondo de subvenciones a la explotación para garantizar su supervivencia y de transferencias de capital para cubrir sus reiteradas pérdidas y evitar su quiebra.

Como en tantas otras ocasiones, tal vez

también aquí "en el medio esté la virtud". Ni todas las empresas públicas españolas son "blue chips" que vayan a ser adquiridas de inmediato por los inversores privados, de ofertarse sus acciones en bolsa, ni todas son ruinosas e ineficientes. Y para hacerles un mínimo de justicia, hay que recordar, en primer lugar, que los objetivos que se les ha pedido que consigan a lo largo del tiempo son, muchas veces, más de "interés general" que de empresa. En segundo término, que el proceso de privatizaciones actual viene exigido por nuestra pertenencia a una Unión Europea que se fundamenta en los principios del libre mercado, la igualdad de oportunidades en la concurrencia al mismo, y la imposibilidad de destinar recursos públicos a empresas que no se rijan por los principios de rentabilidad y riesgo que aplicaría un inversor privado y, en tercero, pero quizás más importante lugar, que las empresas públicas ofrecen unas claves de situación patrimonial y actividad que condicionan y explican, casi de forma determinista, sus resultados.

Veremos brevemente, en las páginas que siguen, el análisis que habría de aplicarse a unas unidades económicas que son "empresas" y "públicas"; la necesidad y las potenciales ventajas del proceso de su privatización; y las claves que definen su actuación empresarial y determinan indefectiblemente sus resultados.

## 2. El análisis de las empresas públicas

El análisis económico-financiero de las empresas tiene como objetivo el diagnóstico de su situación, de cara a la toma de decisiones de los diferentes grupos sociales que concurren en la actividad empresarial; fundamentalmente de los aportantes de recursos: tanto de capital de riesgo, interesados en la situación patrimonial y la rentabilidad, como de capital de deuda, aplicados a evaluar no sólo la garantía implícita en la situación patrimonial sino también su solvencia y la generación de recursos por las empresas. El análisis responde, por tanto, al objetivo básico de orientar las decisiones empresariales privadas, bajo el principio de la maximización del beneficio, aún cuando éste sólo justifique una actuación eficiente de las empresas bajo la hipótesis de mercados competitivos, en los que la determinación de costes y precios responda al libre juego de la oferta y la demanda; pues sólo en ese caso la maximización del beneficio, con la consiguiente minimización de costes, implicará una actuación económica o eficiente que maximice el *output* a factores dados, o minimice éstos ante un valor predefinido del producto.

Si se aplica ese análisis económico-financiero a las empresas públicas, las matizaciones anteriores deben ampliarse, ya que, al menos en teoría e incluso en las empresas públicas "que se enfrentan al mercado" o "concurenciales", aparecen unas notas distintivas que amplían sus objetivos desde la óptica del interés público" de su actuación. Admitiendo que en toda empresa puede detectarse una relación de agencia, en la que el principal encomienda al agente una actividad económica en su nombre y por su cuenta, mediante la fijación de objetivos y el establecimiento de incentivos, hay unas notas esencialmente diferenciadoras al respecto entre empresas públicas y privadas. En las privadas, el principal está representado por unos accionistas cuyo objetivo de maximizar la rentabilidad de los capitales aportados se traslada fácilmente a los gestores y se valora por el propio mercado. En tanto que en las públicas se solapa, sobre la relación de agencia, el principio de la elección delegada, que supone la formación de los objetivos del agente no de forma autónoma, sino condicionada a los objetivos adicionales de interés público", según se definan, de forma expresa o tácita, por los accionistas públicos. Esto supone una coexistencia de objetivos en

el principal de toda empresa pública (como empresa" y como pública"), que genera muchas veces contradicciones recíprocas y problemas de jerarquización, y que implica una enorme dificultad para transmitirlos de forma precisa y con una prelación adecuada a los gestores, quienes raramente serán juzgados en términos de su actuación eficiente.

Aún sin entrar en otras consideraciones que penalizan la actuación efectiva de las empresas públicas, y que se relacionan con su inadecuada estructura organizativa y con la emergencia de buscadores de rentas", que se estimula por la indefinición de sus relaciones contractuales y la correspondiente existencia de derechos residuales sin asignación prefijada concreta, la literatura especializada ha estimado tradicionalmente que el análisis convencional de la rentabilidad y el riesgo no juzga de forma adecuada la actuación de las empresas públicas en economías de mercado. Y de ahí que se hayan propuesto indicadores, de índole económica y social, que pueden sintetizarse en los siguientes(1):

— Eficiencia económica: Referida a los aspectos tecnológicos, de gestión y asignativos; y que se concreta en indicadores frecuentemente olvidados por el análisis financiero tradicional, como son la productividad, la coherencia y adecuación de la secuencia mercado-estrategia-estructura organizativa, o la estimación del coste de oportunidad de los capitales públicos.

— Rentabilidad económica: Basada en el excedente bruto de la explotación, y sin computar, por tanto, el efecto de las amortizaciones y las cargas financieras, que ponderan en muy distinta forma en empresas públicas y privadas equivalentes; con la intención de evaluar de forma pareja la parte de "empresa" que puede resultar común a unas y a otras.

— Redistribución de rentas: Que debe justificar la mayor eficiencia y el menor coste de las empresas públicas, como formas de intervención indirecta en la economía, frente a otras alternativas directas, como la política fiscal, principalmente.

— Instrumentación de la política económica: También en términos de eficiencia y coste, y al objeto de evaluar las potenciales ventajas de las empresas públicas frente a la implantación de políticas públicas de inversión, empleo, rentas y

precios en sectores y/o mercados de operación concretos.

En síntesis, la evaluación estricta de los resultados de las empresas públicas requeriría un análisis económico-financiero específico y ampliado, que no se redujera a los indicadores privados de rentabilidad-riesgo y que admitiese que su actuación ha podido estar inspirada por objetivos, explícitos o implícitos, extraeconómicos que no sólo obligan en muchos casos a tomar decisiones ajenas a la racionalidad del mercado sino que, incluso de obtenerse, pueden no reflejarse en ningún estado económico-financiero o incluso hacerlo de forma negativa en ellos.

### 3. Los procesos de privatización

No obstante, ni ese análisis ampliado ha sido habitual en la evaluación del sector público empresarial ni probablemente tuviese sentido en la actualidad, dada la corriente privatizadora que recorre el mundo y que adquiere una singular importancia en los países europeos más desarrollados. Éstos ven en el proceso de privatización una diversidad de ventajas de cara al cumplimiento de los criterios de convergencia: allegar recursos financieros a corto plazo para reducir el déficit público y el volumen de deuda pública; cortar el flujo futuro de subvenciones de explotación y de transferencias de capital exigidos por un sector público empresarial poco rentable o en pérdidas; y racionalizar y redimensionar el sector público, por el lado que ofrece más controversia, por cuanto la iniciativa privada siente que se produce con su mera existencia una competencia desleal que trastoca el libre juego de oferta y demanda entre los agentes económicos.

Ese proceso de privatizaciones es de tal magnitud que se espera de él alcance una cifra, hasta el año 2000, que llegue a superar el 50 por ciento de todas las privatizaciones producidas hasta ahora en los principales países europeos, e incide con especial intensidad en los países con arraigada tradición de empresas públicas, como Italia, Francia y España, y, en menor medida en Alemania, Portugal y Suiza. Al igual que afecta de manera ostensible a sectores sometidos a regulación en el pasado reciente, como los de energía, telecomunicaciones, transporte aéreo y ferroviario, servicios públicos y, también en menor medida, a sectores industriales.

Soplan malos vientos para las empresas públicas en el horizonte de una Unión Europea que inspira sus políticas industriales en los criterios de la libertad de mercado, la competencia y la innovación(2). El factor esencial es garantizar un entorno competitivo(3), y este objetivo presupone controlar los procesos de concentración económica y limitar las ayudas públicas a empresas y sectores, que han sido el caldo de cultivo de muchas empresas públicas europeas que, bien es verdad, han cumplido en muchas ocasiones con su complejo cuadro de objetivos públicos-privados, pero que en no menos ocasiones han sumido también en el pozo sin fondo de sus pérdidas la ineficiencia de sus gestores, la presión salarial y sin contrapartidas de productividad de sus trabajadores, o los sobrecostes de sus suministradores y los menores precios aplicados a sus clientes privados. La transparencia en las operaciones financieras entre los poderes públicos y sus empresas, y la autonomía financiera que se pide de éstas pone un punto y final, más o menos mediato, a muchas de nuestras empresas públicas, viciadas ya desde su origen por la asunción pública de ineficiencias privadas o, de forma sobrevenida, por su operación en sectores otrora estratégicos y de "interés nacional" y hoy sin futuro en el marco de la competencia internacional.

Y, sin embargo, ni el peso del sector empresarial público español es excesivo respecto de nuestras macromagnitudes y en el ámbito comparado de la Unión Europea, ni las privatizaciones son la panacea para resolver los problemas estructurales de buena parte de nuestras empresas públicas. En 1991, las empresas públicas españolas representaban al 6 por ciento de los asalariados, el 8 por ciento del valor añadido y el 12'8 por ciento de las inversiones productivas de los sectores productivos no agrícolas; con una media del 9 por ciento en los tres indicadores, que nos situaba en el mismo orden de magnitudes que Bélgica y bien alejados del 20 por ciento de Grecia y Portugal, el 19 por ciento de Italia o el 17'6 por ciento de Francia en esa misma fecha. Y en cuanto a las privatizaciones ya verificadas en España, entre 1978 y 1990, los resultados han incrementado, en general, la productividad de las empresas; pero sin que quepa afirmar que esas mejoras se hayan debido "per se" a la privatización, ya que pueden haber sido inducidas más por los cambios en la organización y gestión, introducidos al socaire de la privatización o por el

incremento en la competencia derivado de la propia evolución de los sectores de operación, que por el propio proceso privatizador(4).

#### 4. Claves empresariales de las empresas públicas

Pese al convencimiento de que las empresas públicas precisarían un análisis económico-financiero específico para juzgar su eficiencia económica y organizativa, y de que el proceso privatizador es imparable desde la perspectiva de nuestra plena integración en Europa, parece oportuno indagar en las claves de su comportamiento empresarial: tanto para verificar si sus pautas diferenciales respecto de las empresas privadas equivalentes están en línea con lo que prefigura la teoría acerca de sus carencias estructurales, como para evidenciar los problemas inherentes a su eventual privatización.

Si se repasan los análisis comparativos entre empresas públicas y privadas españolas desde los años setenta(5), las empresas públicas muestran una serie de pautas distintivas en sus respuestas tanto a los grandes hitos vividos por la economía española como a la evolución del ciclo económico.

Desde la crisis de 1973, sus ya tradicionales tensiones patrimoniales, de rentabilidad y de solvencia, se fueron agudizando por la propia situación macroeconómica, pero también por su instrumentalización como "hospital de empresas privadas en dificultades", por la carencia de estrategias de mercado, y por el mantenimiento de estructuras organizativas rígidas que no lograban subsanar los "holding" entonces existentes.

La historia de las empresas públicas españolas en aquellos años es la de la continua postergación de sus necesarias modificaciones estructurales y la de un crecimiento desbocado. Frente a la crisis de la demanda, que hubiese requerido reducciones de capacidad, las empresas públicas invertían, diversificaban sus actividades, incorporaban nuevas empresas privadas en crisis al sector público empresarial y aumentaban el empleo. De finales de los setenta y primeros años ochenta datan los incrementos espectaculares de las pérdidas y de las correspondientes subvenciones públicas para cubrirlos, con los perniciosos efectos sobre el déficit.

A partir de 1983, las empresas públicas fueron objeto de actuaciones de carácter netamente empresarial para racionalizar y modernizar sus estructuras patrimoniales de cara al reto de la entrada en Europa. Se iniciaba así un ajuste que las empresas privadas habían iniciado años antes y, al menos, se cortaba la incorporación de ineficiencias privadas, se intentaba la reestructuración organizativa del sector público empresarial y se definía el catálogo de actividades prioritarias en el mismo, que daba lugar al abandono de las actividades inviables desde la óptica del mercado o de las que no podían rentabilizarse desde una dimensión estrictamente nacional.

Entre 1986 y 1989, con el auge económico, las empresas públicas españolas mejoraron sus resultados, mediante la reducción de plantillas y la limitación del crecimiento de las cargas salariales, y por la vía de la reconstitución de los fondos propios y la reestructuración de sus deudas, minorando la tasa de crecimiento de sus cargas financieras. Se recuperaba así su rentabilidad económica que, sin embargo, permanecía siempre inferior a la rentabilidad de sus recursos propios.

Desde 1989, la nueva caída del ciclo económico, el repunte de la tasa de inflación ante la persistencia del déficit público, las restricciones crediticias y la elevación de los tipos de interés, junto con el encarecimiento de la factura energética y la elevación de los costes salariales, cortaban una vez más de raíz el proceso de saneamiento del sector público empresarial y afloraban de nuevo unas carencias estructurales que, tan sólo, se habían empezado a encarar en los años precedentes.

Los años noventa constituyen el marco de referencia más actual de las empresas públicas, y también muestran dos etapas diferenciadas en la evolución del ciclo económico que pueden ser de interés para el análisis de las claves de su actuación empresarial. Hasta 1993 se produce una fase de declive, en la que progresivamente se deterioran todos los indicadores de las empresas españolas y durante 1994 se verifica una ostensible recuperación de las mismas que se continúa, aunque atenuada, en 1995, última fecha de la que se disponen datos anuales con óptica contable. Este periodo 1990-95 es el que se analiza seguidamente, partiendo de los datos de la Central de Balances del Banco de España y de

CUADRO NÚM. 1

CONJUNTO... TOTAL PRIVADO TOTAL						
BASES .....	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Número de empresas.....	6809	6784	6791	6120	5507	5042
AÑOS .....	1990	1991	1992	1993	1994	1995
RATIOS DE ACTIVIDAD (POR CIEN)						
1. CIFRA NETA DE NEGOCIOS; TASA DE VARIACIÓN.....	7,3	7,6	2,5	0,6	11,9	10,7
2. EXPORTACIONES; TASA DE VARIACIÓN .....	7,5	18,1	12,9	13,5	24,8	18,2
3. COMPRAS EN EL EXTERIOR; TASA DE VARIACIÓN .....	7	7,7	9,2	-2,1	20,7	19,9
4. VALOR AÑADIDO BRUTO C. FACTORES; TASA DE VARIACIÓN .....	6,7	6,4	1,1	-0,9	8,6	8,3
5. RECURSOS GENERADOS; TASA DE VARIACIÓN .....	-7,4	0,9	-7	-12,1	48,7	20,6
6. PLANTILLAS MEDIAS; TASA DE VARIACIÓN .....	1,8	0,5	-4,5	-5,5	-2,2	2
RATIOS DE RENTABILIDAD Y COSTES (POR CIEN)						
1. RENTABILIDAD ECONÓMICA BRUTA .....	16,7	17,3	15,5	14,1	18,6	21,8
2. MARGEN BRUTO DE EXPLOTACIÓN.....	11,1	10,8	9,9	9,3	10,8	11,8
3. ROTACIÓN DEL ACTIVO DE EXPLOTACIÓN (NÚMERO DE VECES).....	1,5	1,6	1,6	1,5	1,7	1,8
4. RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO .....	10	8,4	5,8	4,3	7,6	9
5. RECURSOS GENERADOS ANTES DE G. FINANCIEROS SOBRE ACTIVO NETO.....	14,7	14,3	13,2	12,5	15	17,1
6. RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS .....	7,7	5,5	0,8	-2,2	6,7	9
7. GASTOS FINANCIEROS SOBRE RECURSOS AJENOS REMUNERADOS .....	12,9	12	11,5	11,6	9,1	9
8. GASTOS DE PERSONAL; TASA DE VARIACIÓN.....	11,3	10	5,1	2,6	-0,9	4,4
9. COSTE MEDIO DE PERSONAL (MILLONES) .....	3,5	3,8	4,1	4,5	4,5	4,5
10. COSTE MEDIO DE PERSONAL; TASA DE VARIACIÓN.....	9,4	9,5	10,1	8,7	1,3	2,3
11. VALOR AÑADIDO BRUTO C. FACTORES POR EMPLEADO (MILLONES).....	5,7	6,1	6,4	6,8	7,6	8,2
12. GASTOS DE FORMACIÓN POR EMPLEADO (MILES DE PESETAS) (2) .....	-	-	18,3	15,5	15,3	19,7
PERIODOS DE MADURACIÓN (DÍAS)						
1. DE EXISTENCIAS DE MERCADERÍAS Y/O MATERIAS PRIMAS .....	47	48	49	49	43	47
2. DE EXISTENCIAS DE PRODUCTOS TERMINADOS Y EN CURSO .....	26	18	19	17	14	15
3. PERIODO DE COBRO DE CLIENTES .....	74	76	74	73	67	57
4. PERIODO DE PAGO A PROVEEDORES .....	84	85	80	84	81	72
5. DEL ACTIVO CIRCULANTE NETO DE LA EXPLOTACIÓN .....	69	51	56	52	40	36
RATIOS DE ESTRUCTURA FINANCIACIÓN E INVERSIÓN (POR CIEN)						
1. VALOR AÑADIDO BRUTO C. FACTORES SOBRE PRODUCCIÓN .....	28,1	28	26,8	26,5	25,9	25
2. GASTOS DE (I+D) S/V.A.B C. FACTORES (2) .....	1	1,7	2	1,8	1,6	1,7
3. EXPORTACIONES SOBRE IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS.....	13,2	13,6	15,1	17,3	19,8	21,7
4. COMPRAS EN EL EXTERIOR SOBRE COMPRAS NETAS .....	29,3	28,9	30,4	30,7	32,3	34,6
5. TASA DE AMORTIZACIÓN ANUAL.....	4,6	4,8	4,7	4,7	4,8	4,9
6. TASA DE ENVEJECIMIENTO DEL EQUIPO PRODUCTIVO PROPIO.....	44,5	47	48,3	44,5	46,2	50
7. COBERTURA DE NECESIDADES FINANC. PERMANENTES POR AUTOFINANC. ....	51,7	48,9	53	67,7	(*)	(*)
8. ENDEUDAMIENTO .....	43,3	43,6	46,8	49,4	48,7	43,4
9. COBERTURA DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS A CORTO PLAZO.....	89,4	68,6	60,3	51,8	67,9	90
10. CAPACIDAD DE REEMBOLSO (AÑOS) .....	4,3	4,2	4,9	6,2	3,6	2,5
11. FINANCIACIÓN BANCARIA SOBRE RECURSOS AJENOS REMUNERADOS.....	68,3	64,2	61,5	60,9	59	65,9
12. PESO DE LA FINANCIACIÓN EXTERIOR (2).....	11,5	14,5	14,9	16,7	14,6	14,5
13. CRECIMIENTO REAL DEL INMOVILIZADO MATERIAL Y LEASING .....	11,9	12,4	12,6	9,8	8,3	11,4
14. INTENSIDAD DE LA INVERSIÓN PRODUCTIVA .....	18,6	19,4	21	17,6	14,4	18,5
15. INTENSIDAD DE LA INVERSIÓN FINANCIERA EN CAPITAL .....	3,6	12,8	-1	3	1,3	3,3
REPARTO DE RENTAS GENERADAS (POR CIEN)						
1. AL PERSONAL.....	57,1	58	59,4	61,2	56	51,4
2. A LOS PRESTAMISTAS .....	13,9	13,7	14,5	15,2	11	9,9
3. AL ESTADO Y OTROS ENTES PÚBLICOS .....	6,3	5,8	5,2	4,5	5,3	5,3
4. A LOS ACCIONISTAS Y OTROS .....	6	5,2	4,7	4,5	5,3	5,8
5. AUTOFINANCIACIÓN .....	16,7	17,3	16,2	14,6	22,4	27,6

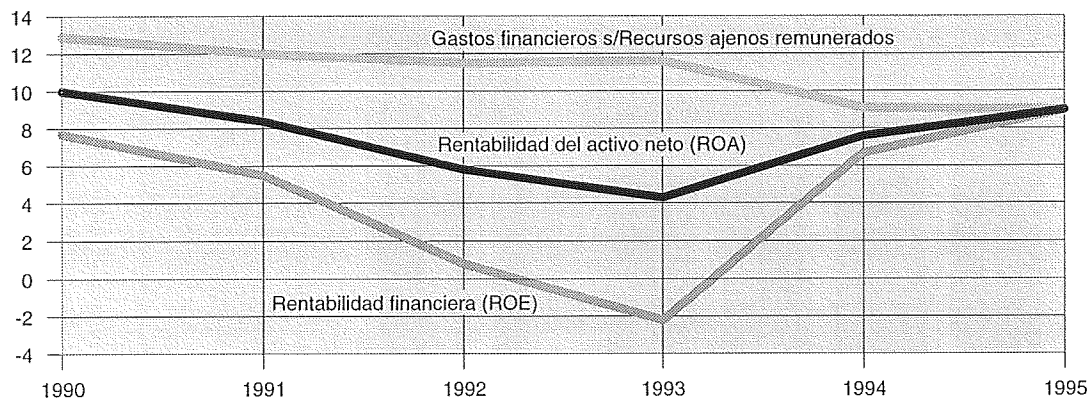
Fuente: Banco de España. Central de Balances.

CUADRO NÚM. 1 (continuación)

CONJUNTO... TOTAL PRIVADO TOTAL						
BASES .....	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Número de empresas.....	371	378	349	360	343	334
AÑOS .....	1990	1991	1992	1993	1994	1995
RATIOS DE ACTIVIDAD (POR CIEN)						
1. CIFRA NETA DE NEGOCIOS; TASA DE VARIACIÓN.....	9,1	1,5	2,8	2,2	6,6	9
2. EXPORTACIONES; TASA DE VARIACIÓN .....	14,1	13,5	8,4	13,8	5,9	10,6
3. COMPRAS EN EL EXTERIOR; TASA DE VARIACIÓN .....	3,8	-1	-1,6	21,1	-15,1	13,9
4. VALOR AÑADIDO BRUTO C. FACTORES; TASA DE VARIACIÓN .....	4,8	4,8	7,2	3,1	5,7	7,6
5. RECURSOS GENERADOS; TASA DE VARIACIÓN .....	-7,7	2,4	6,3	7,9	26,3	21,9
6. PLANTILLAS MEDIAS; TASA DE VARIACIÓN .....	-0,3	-1	-2,6	-4,6	-3,7	-1,9
RATIOS DE RENTABILIDAD Y COSTES (POR CIEN)						
1. RENTABILIDAD ECONÓMICA BRUTA .....	14	14,3	13,6	14,2	15,8	17,6
2. MARGEN BRUTO DE EXPLOTACIÓN.....	20,5	21,2	21,7	23	24,7	25,7
3. ROTACIÓN DEL ACTIVO DE EXPLOTACIÓN (NÚMERO DE VECES).....	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7
4. RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO .....	6,8	5,3	3,3	2,2	4,4	4,3
5. RECURSOS GENERADOS ANTES DE G. FINANCIEROS SOBRE ACTIVO NETO.....	14,2	14,2	13,7	13,4	14,7	15,7
6. RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS .....	3	0,1	-4,4	-6,6	-0,4	0,4
7. GASTOS FINANCIEROS SOBRE RECURSOS AJENOS REMUNERADOS .....	11	10,6	10,4	10,3	8,8	8,5
8. GASTOS DE PERSONAL; TASA DE VARIACIÓN.....	8,1	8,8	6,5	-0,6	0,9	2,1
9. COSTE MEDIO DE PERSONAL (MILLONES) .....	4,1	4,5	4,9	5,1	5,5	5,4
10. COSTE MEDIO DE PERSONAL; TASA DE VARIACIÓN.....	8,4	9,9	9,4	4,1	4,8	4
11. VALOR AÑADIDO BRUTO C. FACTORES POR EMPLEADO (MILLONES).....	7,3	8	8,6	9,3	10,5	11,1
12. GASTOS DE FORMACIÓN POR EMPLEADO (MILES DE PESETAS) (2) .....	—	—	13	14,3	15,8	19
PERIODOS DE MADURACIÓN (DÍAS)						
1. DE EXISTENCIAS DE MERCADERÍAS Y/O MATERIAS PRIMAS .....	48	51	56	60	58	53
2. DE EXISTENCIAS DE PRODUCTOS TERMINADOS Y EN CURSO .....	24	17	17	12	11	10
3. PERIODO DE COBRO DE CLIENTES .....	57	60	63	61	56	54
4. PERIODO DE PAGO A PROVEEDORES .....	69	62	75	84	74	64
5. DEL ACTIVO CIRCULANTE NETO DE LA EXPLOTACIÓN .....	83	57	61	58	60	54
RATIOS DE ESTRUCTURA FINANCIACIÓN E INVERSIÓN (POR CIEN)						
1. VALOR AÑADIDO BRUTO C. FACTORES SOBRE PRODUCCIÓN .....	41,6	43,8	45	46,2	46,5	45,1
2. GASTOS DE (I+D) S/V.A.B.C. FACTORES (2) .....	0,7	1,3	1,6	1,8	1,7	1,9
3. EXPORTACIONES SOBRE IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS.....	9,8	11,5	13,2	14,7	14,3	15
4. COMPRAS EN EL EXTERIOR SOBRE COMPRAS NETAS.....	28,6	28,4	29,9	37,3	28,9	35,4
5. TASA DE AMORTIZACIÓN ANUAL.....	4,5	4,7	4,9	5,1	5,2	5,3
6. TASA DE ENVEJECIMIENTO DEL EQUIPO PRODUCTIVO PROPIO.....	45,6	44,2	44,3	43,1	45,3	47,8
7. COBERTURA DE NECESIDADES FINANC. PERMANENTES POR AUTOFINANC. ....	43,2	40,4	36,9	65	71,9	74,2
8. ENDEUDAMIENTO .....	48,5	49	52,3	53,4	54,3	48,1
9. COBERTURA DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS A CORTO PLAZO.....	82,8	67,7	64,9	62	70,2	84,3
10. CAPACIDAD DE REEMBOLSO (AÑOS) .....	5	5,1	6,2	6,5	5,2	3,6
11. FINANCIACIÓN BANCARIA SOBRE RECURSOS AJENOS REMUNERADOS.....	49	49	48	44,4	47,3	52,8
12. PESO DE LA FINANCIACIÓN EXTERIOR (2).....	9,1	10,5	10,7	13,2	12,3	11,5
13. CRECIMIENTO REAL DEL INMOVILIZADO MATERIAL Y LEASING .....	19,2	18	13	9,8	9,1	10,7
14. INTENSIDAD DE LA INVERSIÓN PRODUCTIVA .....	46,2	45,3	34,2	26,5	23,8	26,5
15. INTENSIDAD DE LA INVERSIÓN FINANCIERA EN CAPITAL.....	7,6	13,2	18,2	8,4	14,9	16,9
REPARTO DE RENTAS GENERADAS (POR CIEN)						
1. AL PERSONAL .....	49,4	50,5	51,1	49,1	45,9	42,7
2. A LOS PRESTAMISTAS .....	16,5	16,9	18,2	19,1	15,9	13,9
3. AL ESTADO Y OTROS ENTES PÚBLICOS .....	6,6	3,6	2,8	3,1	3,8	4,1
4. A LOS ACCIONISTAS Y OTROS .....	5,9	5,9	5,7	5,6	6,8	7,5
5. AUTOFINANCIACIÓN.....	21,6	23	22,1	23	27,5	31,9

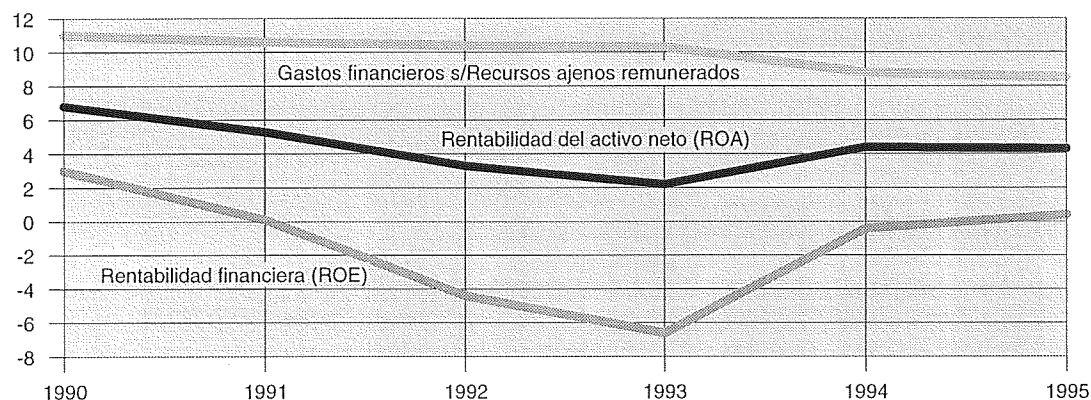
Fuente: Banco de España. Central de Balances.

GRÁFICO NÚM. 1  
EMPRESAS PRIVADAS



Fuente: Banco de España. Central de Balances.

GRÁFICO NÚM. 2  
EMPRESAS PÚBLICAS



Fuente: Banco de España. Central de Balances.

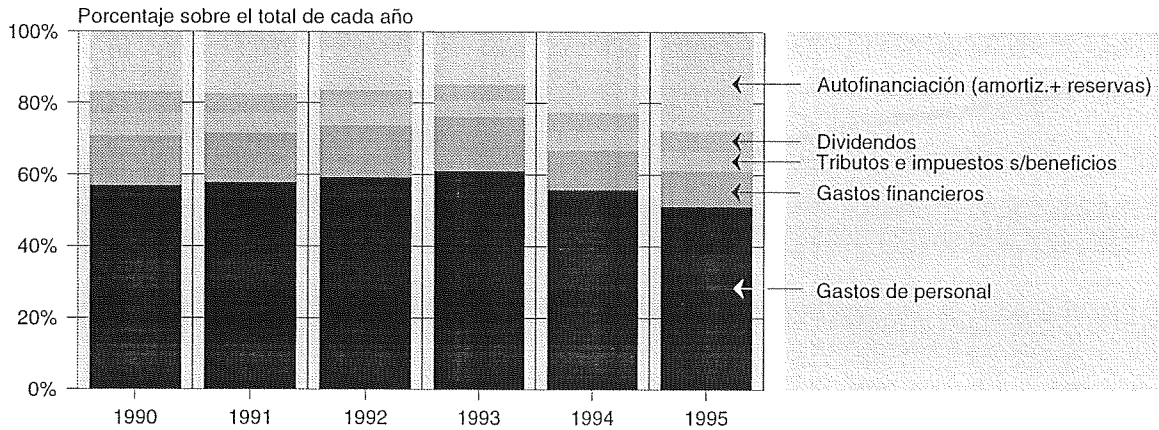
su muestra variable de empresas, que en el año de menor cobertura (1995; debido a su carácter de muestra "abierta" hasta dos años posteriores al de referencia) incluía un total de 5.376 empresas, de las que 5042 eran privadas y 334 públicas. Dichos datos son los que sustentan los diferentes conjuntos de *ratios* que elaboran la propia Central de Balances, y que aparecen en el cuadro núm. 1.

Las *ratios* de actividad ilustran ya sobre una de las claves de la actuación de las empresas públicas: su mayor rigidez para adaptarse a los cambios en la demanda. En tanto que la cifra

de negocios y las exportaciones de las empresas privadas siguen con sus tasas de variación las de la coyuntura económica, las de las públicas, inmersas en muchas ocasiones en sectores regulados o no competitivos, dilatan el ajuste a la baja en las fases recesivas y crecen menos que las privadas en las expansivas. También ponen de manifiesto estas *ratios* la todavía persistente reducción de plantillas sobredimensionadas que deben realizar las empresas públicas, con tasas negativas de variación en todo el periodo considerado.

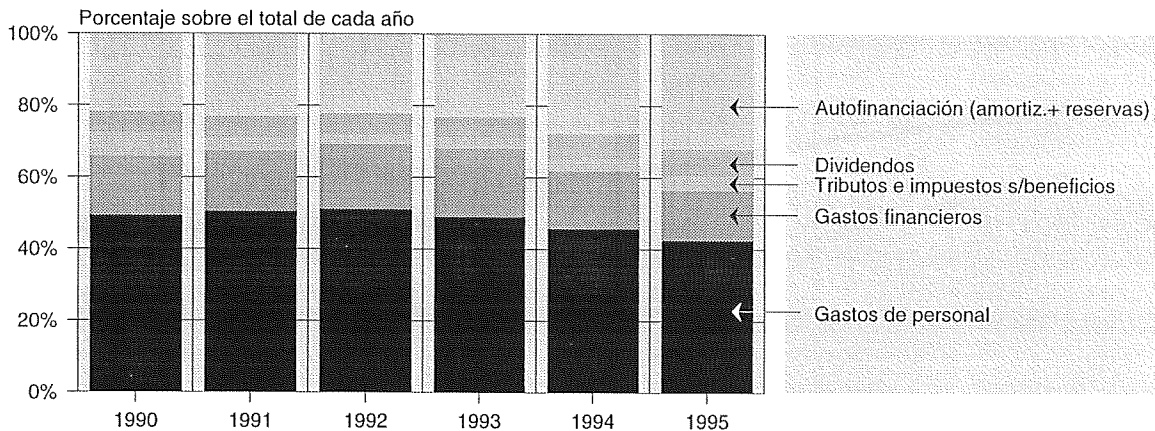
Esa mayor rigidez de las empresas públicas

GRÁFICO NÚM. 3  
PARTICIPACIÓN EN RENTAS (EMPRESAS PRIVADAS)



Fuente: Banco de España. *Central de Balances*.

GRÁFICO NÚM. 4  
PARTICIPACIÓN EN RENTAS (EMPRESAS PÚBLICAS)



Fuente: Banco de España. *Central de Balances*.

proviene tanto del mayor peso de su inmovilizado en el capital económico como de la mayor duración de su ciclo de explotación, como consecuencia de su propia dimensión y de su actividad en sectores intensivos en capital. Los periodos de maduración evidencian esos extremos, con cifras más elevadas que las privadas en las rotaciones del activo circulante neto de explotación y en las existencias de materias primas y/o mercaderías. Al igual que lo hacen sus mayores *ratios* de crecimiento real del inmovilizado material y de intensidad de la inversión productiva, que demuestran su vocación

de crecer, en una especie de autoexpansión obligada por su propia gran dimensión.

La estructura financiera y la cobertura de ese mayor inmovilizado, inciden en otras de las claves habituales de las empresas públicas: su mayor endeudamiento, que se agudiza en los periodos recesivos y que potencia el peso de la autofinanciación en la cobertura de sus necesidades financieras permanentes. Dado que en dichos periodos se reducen los excedentes, el peso de los gastos financieros de ese mayor endeudamiento acaba perjudicando la genera-



ción de recursos y la dotación de reservas, lo que realimenta las necesidades de mayores deudas. Ni que decir tiene que el crecimiento de su inmovilizado acentúa también las necesidades de recursos ajenos y eleva el endeudamiento.

Todas esas pautas inciden en las *ratios* de rentabilidad. Y en este aspecto, las empresas públicas muestran sistemáticamente mejores resultados que las privadas en los indicadores que toman como referencia el valor añadido y el margen bruto de explotación; resultados que, no menos sistemáticamente, son peores en los restantes indicadores de rentabilidad, conforme se consideran los componentes del coste de personal, las amortizaciones y los gastos financieros. En estos factores se concretan las claves de su actuación empresarial, ya que su dimensión, el grado de concentración de sus sectores de actividad y su poder de mercado les otorgan una posición ventajosa que luego pierden por sus plantillas sobredimensionadas y con elevados costes salariales, sus mayores dotaciones por amortización de su mayor capital económico inmovilizado, y los costes financieros de su más elevado endeudamiento. Lo que supone, en síntesis, que pese a su mayor poder de mercado, la menor eficiencia de la administración de su inmovilizado les conduce a una rentabilidad económica reducida. Que es inferior, además, al coste aparente de su financiación y que, ponderando la mayor *ratio* de endeudamiento, las conduce a una rentabilidad financiera muy pequeña, cuando no negativa. En los gráficos núms. 1 y 2 pueden apreciarse esas tendencias de los indicadores resumen de la rentabilidad en uno y otro agregados de empresas.

También las rentas generadas y su reparto sintetizan las pautas distintivas entre empresas públicas y privadas, tal y como se puede observar en los gráficos núms. 3 y 4. La ponderación de los gastos de personal en las rentas generadas por las empresas públicas evidencia el ajuste realizado durante los años precedentes, así como la reestructuración de plantillas realizado en muchos sectores en reconversión; de tal forma que resulta inferior al que ofrecen en

las privadas. No obstante, ese ajuste está por realizar en la estructura financiera, como ponen de manifiesto las rentas distribuidas por concepto de gastos financieros y autofinanciación bruta, ya que su mayor ponderación respecto de las privadas es signo tanto de su excesivo endeudamiento como de sus elevadas cifras relativas de inmovilizado en el capital económico, que motivan una retención de reservas residual y supeditada en todo al ciclo económico.

Con estos mimbres, el cesto de las empresas públicas no puede por menos que hacer agua por todas partes y, en ausencia de ese análisis ampliado que juzgase su eficiencia en el cumplimiento de posibles objetivos extraeconómicos, justifica las expectativas puestas en el vigente Plan de Privatizaciones, siquiera sea porque permita abordar esa reestructuración patrimonial que reclaman las empresas públicas desde su misma emergencia en la economía española y que, en otro caso, podría aplazarse *sine die*.

#### NOTAS

(1) Rees, R (1979), *Teoría económica de la empresa pública*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, pág. 10.

(2) Pueden verse, a ese respecto: Vandamme, J. (1995) "Concurrence, marché commun et entreprises publiques", en CIRIEC-TEPSA, *Les entreprises publiques dans l'Union Européenne: entre concurrence et intérêt général*, Editions A. Pedone, París. y Marchipont, J. (1995), "La Stratégie industrielle de l'Union Européenne: a la recherche d'un concept de politique de compétitivité globale", *Revue d'économie industrielle*, nº 71.

(3) *Informe sobre política industrial* presentado al Parlamento Europeo el 28 de octubre de 1990.

(4) Sanchís, J.A. (1996), "Privatización y eficiencia en el sector público español", *Revista de Economía Aplicada*, (vol. IV) nº 10, págs. 65-92.

(5) Maroto, J.A. (1995), "Posibilidades y limitaciones del análisis económico-financiero de las empresas españolas", *Papeles de Economía Española*, nº 62, págs. 113-136.

## LAS PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA

---

Álvaro Cuervo García  
Catedrático de Economía de la Empresa  
Universidad Complutense

### 1. LA EMPRESA PÚBLICA

---

El proceso privatizador, hasta fechas recientes, tuvo los mismos rasgos distintivos que caracterizaron en el pasado la creación de las empresas públicas en España; es decir, no obedece a una estrategia precisa y explícita, sino a simple oportunismo o a la facilidad para desarrollar el proceso.

El sector público empresarial español reúne un conjunto de empresas de actividad muy dispar, cuya composición no obedeció a ningún referente teórico ni a ninguna estrategia definida, si exceptuamos la creación del INI y suprimimos las etapas donde se utilizó la empresa pública como instrumento de una política de industrialización autárquica.

La configuración de la empresa pública tuvo como bases:

1) Mitigar los fallos del mercado en las situaciones clásicas de monopolio natural, (Telefónica, Renfe, Endesa, AENA), explotar monopolios fiscales (Tabacalera) o potenciar supuestos sectores estratégicos (Bazán, Iberia, Santa Bárbara, Enusa, Transmediterránea).

2) Ser instrumento de política industrial, caso de Ensidesa, CASA, Inespal, Indra, Auxini, Ence, las empresas que se integran después en el grupo Repsol, Enagas, y la banca pública; comerciales (Mercase, Focoex, CESCE) e informativas (RTVE, EFE, Retevisión).

3) Atenuar los costes sociales y los efectos políticos del ajuste por el mercado de empresas privadas (suspensión de pagos, reestructuración o quiebra), para así mantener empleos, paz social, o rentas de un área geográfica (Astilleros,

Hunosa, Figaredo, Astano, Sidenor, Álvarez, Bockock Wilcox Española) y otras muchas.

Por unas y otras razones, en España y en la mayoría de los países, la constitución del sector empresarial público no ha obedecido a unos propósitos informadores comunes, sino a una pléyade de motivos económicos, sociales y políticos que se hace preciso revisar en este momento en que, su peso, con sus déficit y transferencias recibidas y, lo que es más importante, su comportamiento, es un elemento retardatorio de la integración de la economía española en la Unión Europea.

La desaparición de las razones que justificaron la existencia de muchas empresas públicas —o mejorar, la falta de razón con que se crearon— hace que se plantee como objetivo de la empresa pública su privatización.

### 2. LA PRIVATIZACIÓN DE LA EMPRESA PÚBLICA

---

En los últimos años se ha empezado a cuestionar la actividad empresarial del Estado. Desde posiciones ideológicas dispares, y en países con diferentes grados de desarrollo, se ha iniciado un proceso generalizado de privatización. Ha caído el optimismo universal acerca del papel del Estado como empresario y ha producido una crisis del estado de bienestar.

La privatización aparece como una nueva desamortización o puesta en disposición de venta de los bienes en manos muertas, en este caso, el Estado. No existen fórmulas únicas aplicables en todos los casos y países. Cada país y/o sector o empresa requiere una estrategia singular.

La privatización comprende un conjunto de decisiones que van más allá de la transferencia de la propiedad o el control de actividades públicas al sector privado de la economía, y que incluye la equiparación de la actividad de la empresa pública con la de la empresa privada, la desregulación o eliminación de las trabas legales que impiden la entrada en el mercado de empresas privadas que puedan concurrir con las públicas, la no discriminación evitando distorsiones y mercados cautivos, la prestación privada de bienes y servicios públicos. Hablamos de privatización cuando se propone:

a) *La gestión privada de la empresa pública* consiste en la equiparación plena del marco jurídico, los criterios de evaluación –beneficios– y los sistemas de control de este tipo de empresas con los de la privada. Dicha idea surgió en Europa con el informe Nora (1967) y el Informe Nedo (1976) en el Reino Unido, que reflejan una preocupación por la eficiencia, defienden el empleo del beneficio como criterio de evaluación de la gestión y del mercado como asignador de recursos.

b) *La desregulación o eliminación de trabas* que impiden o dificultan la competencia es, sin duda, una condición necesaria en todo proceso de privatización. Con la desregulación se posibilita la competencia en un conjunto de actividades que gozaban de una situación de monopolio o con barreras de entrada. El cambio tecnológico está motivando que se haga urgente revisar la caracterización de monopolio natural que posee el suministro de muchos servicios y productos. Así, no es de extrañar que el proceso privatizador se iniciase en 1968, en Estados Unidos, dentro del sector de telecomunicaciones, para continuar con el transporte aéreo.

c) *El fomento de la prestación privada de bienes y servicios públicos* es una alternativa de privatización que supone una revisión del Estado del bienestar, al facilitar que un conjunto amplio de servicios públicos sean ofertados por el sector privado.

Este movimiento está originado por la crisis que amenaza al Estado del bienestar en su papel asistencial; crisis de legitimación motivada por la frustración de las expectativas originadas por la desatención de las crecientes demandas sociales y/o la ineficiencia en la provisión de ciertos servicios, lo cual hace que se haya planteado la sustitución o la complementariedad del sector público por el privado en el

campo de las pensiones, educación, salud, etcétera.

d) Finalmente, aparece lo que de forma estricta suele entenderse por privatización: *la transferencia de propiedad o control del sector público al sector privado*. Aquí habría que incluir las decisiones de venta de participaciones en empresas que exceden las necesidades de control, venta de activos no necesarios (inmuebles y terrenos, por ejemplo del Ejército, Renfe) y de actividades secundarias de las empresas, ventas de empresas consideradas no estratégicas para el sector público empresarial y, finalmente, el desarrollo de una estrategia global de venta de propiedades y empresas del sector público, incluyendo las empresas más significativas del sector público: Telefónica, S.A.; Repsol, S.A.; Endesa, CSI.

Este proceso de privatización se suele presentar de dos formas: a) de forma silenciosa y un tanto vergonzante, o b) como un proceso abierto dentro de un plan o estrategia pública de privatización.

La primera modalidad surge cuando se da entrada al sector privado de forma indirecta mediante la emisión de títulos participativos y obligaciones convertibles, o se venden patrimonios públicos marginales para las actividades principales, participaciones minoritarias en Bolsa, e incluso empresas sin ningún deseo de publicidad.

La privatización vergonzosa aparece bajo el eufemismo de "racionalización", "redimensionamiento" del sector público empresarial, a la búsqueda de ventajas competitivas (dimensión, mercados, tecnología). Se trata de un proceso "oculto", donde se teme reconocer que privatizar hoy puede ser una política "progresista".

Finalmente, existen procesos abiertos de privatización conforme a programas, explicando objetivos, procesos y estrategias a seguir (ejemplo, los del Reino Unido, Chile, México, Argentina) como se recoge en el acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se establecen las bases del programa de modernización del sector público empresarial del Estado.

Se puede afirmar que hasta junio de 1996 no parece que en España haya existido un plan de privatización global, explícito, transparente,

con expresión de objetivos, procedimientos calendario y garantías. Tampoco se puede decir que haya existido uno implícito, pues no ha sido un objetivo estratégico. Por el contrario, ha predominado un cierto silencio vergonzante, unido al empleo de criterios, a veces excesivamente coyunturales, para tratar la situación de empresas inviables, vincular la venta a la compra de sus productos –sector ferroviario– o resolver problemas de caja del Estado.

### 3. LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA DE PRIVATIZACIÓN DURANTE EL PERIODO 1985–1995

En España se decía: "no tenemos una voluntad política de privatizar". No era un tema ideológico, como en otros países, sino que se trataba de racionalizar y de redimensionar. Con esa filosofía, se han vendido pequeñas y medianas empresas sin justificación estratégica o se ha procedido al cierre o a la liquidación de otras sin viabilidad económica, (en el INI, de Soler Almirall, Potasas de Navarra, Ifasa, Alitec, Acuasur, Aznarte, Noratlántica, Saphico, Cogasa, Toagru. En el INH se ha liquidado Aplea y Agulesa. En la DGPE, Cinespaña, Viages ITA, Vasco Montañesa).

Igualmente, se ha procedido a la venta de grandes empresas cuando por exigencias tecnológicas y/o de mercados era preciso integrarse con una multinacional: SEAT, SECOINSA, SKF, MTM, Ateinsa, Enfersa, Enasa. También se han colocado paquetes de acciones en Bolsa, de GESA, Amper, Acesa (autopistas), Ente, Argentaria, Telefónica, Endesa y Repsol.

En el proceso de privatización de España, durante el periodo 1985–1995, conviene diferenciar dos bloques.

En primer lugar, respecto a las empresas públicas dependientes de los *holding* públicos, INI INH y, en menor medida, DGPE, no existió una clara voluntad política de privatización; de hecho, ni se emplean las palabras privatizar o desnacionalizar, sólo racionalizar.

En segundo lugar se encuentran las reprivatizaciones motivadas por la crisis bancaria, que llevaron a que la Administración –Fondo de Garantía de Depósitos– se hiciera con el control de los bancos y de las sociedades y activos vinculados a ellos, así como por la expropia-

ción del *holding* Rumasa, que supuso la integración en el sector público de 170 sociedades. En estos dos casos existe una clara voluntad política de privatización y, conforme a ello, se plantean claras estrategias de privatización.

Vamos a comentar de forma esquemática los procedimientos seguidos en las experiencias de privatización.

#### 3.1. La privatización en los *holdings* públicos

De entre los *holdings* públicos históricos –INI, INH y DGPE– es, sin duda, en el primero donde tiene lugar una clara política de desinversión, puesto que se trata del *holding* base de la empresa pública por su historia y número de empresas. En el INI, la política de desinversiones presenta dos claras diferencias según se trate de filiales y subfiliales o bien de empresas participadas directamente y con una importancia significativa en la política industrial o en la estructura empresarial de España.

En la mayoría de los países, la creación de filiales y subfiliales públicas es consecuencia de un proceso de "nacionalizaciones silenciosas" que ha creado un conjunto de empresas justificadas aparentemente por razones económicas de diversificación o integración vertical u horizontal; pero que, en realidad, obedecen a decisiones personales de los directivos de las empresas y/o *holdings* y a decisiones políticas destinadas a aumentar poder u otras razones "subjetivas".

Para su privatización, se creó un equipo de trabajo en el INI que estudió la aportación de estas empresas públicas de segunda y tercera generación al resto del sistema público empresarial. En su mayoría, eran pequeñas empresas, que no servían como instrumento de política industrial, no actuaban conforme a directrices de sus matrices, que apenas las controlaban ("ni le hacían caso"), pues no se preocupaban de ellas ni tenían capacidad para controlarlas. Por ello, un análisis de su tecnología, mercados y aportación de valor al resto del grupo proporcionó un claro indicador de la inutilidad de que seguirán siendo públicas. El equipo de trabajo determinó aquellas empresas que debían ser objeto de desinversión. Desinversión impulsada desde el *holding*. Una vez analizada y decidida ésta, por carecer de interés estratégico y no cumplir función alguna en

el grupo, se encargaba Infoleasing de la desinversión. Ésta estudiaba la empresa, gestionaba la salida (acuerdos sindicales, etc.) y presentaba un precio base para negociar. Con un cuaderno de privatización, bien directamente o por medio de un merchant bank, se buscaban y pedían ofertas para decidir la desinversión.

En el caso de la desinversión de grandes empresas o empresas significativas, el camino es doble. Si la empresa cotiza en Bolsa o tiene posibilidad de hacerlo, la desinversión se plantea como la salida a Bolsa de un paquete significativo por medio de subasta, o bien directamente o a través de un banco coordinador de la operación que garantice su colocación, con el fin de diluir las participaciones conforme a precios y en unas condiciones preestablecidas. Éstas pueden incluir: a) la cesión de un paquete significativo a grandes empresas o un grupo de accionistas fijos para que mantengan el plan de empresa. El resto del paquete de acciones se puede realizar por medio de una oferta pública de venta; b) Oferta de un paquete (minoritario y/o mayoritario) para su venta por medio de subasta o a precios prefijados para ser diluido en el mercado mediante una oferta pública de venta. Ello requiere fijar las condiciones de la colocación: tramos: institucional y minoristas; mercados: nacional, exterior, así como las condiciones para facilitar la venta. Igualmente, puede plantearse la cesión de parte del paquete a los trabajadores o a determinados equipos directivos de la empresa (*management buy-out*) en condiciones especiales. En el mercado bursátil se han colocado acciones de Repsol, Gesa, Endesa, Ente, Telefónica, Argentaria, Acesa (véase cuadro núm. 1).

La privatización de grandes empresas y/o empresas básicas se justifica porque operan en un mercado competitivo, lo que exige elevados niveles de I+D para desarrollar nuevos productos o procesos y redes de distribución internacionales, lo que supone unas exigencias de fondos que el sector público no puede proporcionar.

En este caso, la privatización se inicia creando un equipo de trabajo dedicado al estudio particular del caso. En él se diferencian dos niveles, la negociación con los futuros accionistas y el *business plan* de la empresa. Este plan de futuro se discute con el comprador potencial y, llegado a un acuerdo, se discute las condiciones del cambio de propiedad.

La oferta de los compradores conforme al plan de empresa se realiza analizando los impactos de la desinversión y se aprueba por el consejo del *holding*. Posteriormente, el Consejo de Ministros (necesidad obligada cuando se pierde la mayoría pública de una empresa y previamente no figuraba en el PAIF del *holding*) aprueba dicha desinversión. Tal ha sido el caso de Secoinsa, SKF, Seat, MTM, Ateinsa, Enfersa, Enasa y Sidenor. Se presentó en el cuadro núm. 1 un detalle de las privatizaciones del periodo realizado por la profesora Villalonga Morenés.

Un requisito previo de todo proceso de desinversión es el de que la empresa a privatizar sea rentable o pueda serlo en el medio o largo plazo. Esto exige que las empresas que presenten pérdidas por exceso de personal, activos improductivos, carencia de mercado y/o productos deban sufrir un proceso de "ajuste". Ante esta decisión, existen dos alternativas, o bien el ajuste se lleva a cabo por el sector público, con carácter previo a la privatización, o bien se compensa al comprador para que él realice el ajuste. Esta última política presenta en la práctica menores costes, aunque en muchos casos las compensaciones que es necesario ofrecer presentan un problema político por su "imagen" aparente ante la opinión pública.

### 3.2. La privatización de los bancos en crisis y de sus empresas

De los 110 bancos que operaban en España a 31 de diciembre de 1977, la crisis bancaria afectó, en mayor o menor grado, a 56, que representaban el 27% de los recursos ajenos y el 27,7% de los trabajadores bancarios. Salvo dos instituciones que fueron liquidadas, el resto fue saneado y privatizado, bien por el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, bien directamente con la ayuda del Banco de España, y en algunos casos con la colaboración directa de la banca privada.

El proceso se inicia con la compra de las acciones o paquete de control del banco por el Fondo de Garantía. (En algunos casos, se realizaron operaciones "fin de semana" con venta directa a bancos que estaban interesados). El Fondo, tras disponer del control político, realiza el saneamiento y posterior venta del banco (en el caso de 29 bancos, 15% del sistema bancario).

CUADRO NÚM. 1  
EMPRESAS PÚBLICAS PRIVATIZADAS EN ESPAÑA EN EL PERIODO 1985-1996(1)

AÑO	EMPRESA	SECTOR (Y E. MATRIZ)	% VENDIDO	COMPRADOR
1985	Textil Tarazona	Textil	69,6	Cima Eursa (Entrecanales)
	Ingenasa	Inmun./Genética (Enisa)	67,6	ERT
			(51 en 1985)	
			14,2 en 1986	
			2,4 en 1989)	
	Igfisa	Alimentación (Endiasa)	100	Pleamar
	Cesquisa	Química (Enisa)	45,4	Cepsa
	Secoinsa	Electrónica	69,1	Fujitsu España (Fujitsu */CTNE)
	SKF Española	Rodamientos	98,8	Aktiebogalet SKF*
	Marsans	Turismo	100	Trapsatur
1986	Entursa	Turismo	100	CIGA/Hot. de lujo españoles
	Frigsa	Alimentación (Endiasa)	100	Saprogal*
	Gypisa	Alimentación (Endiasa)	100	Frig. Santana/Los Norteños
	La Luz	Alimentación (Carcasa)	100	Prevert
	Insisa	Bienes de Equipo (BWE)	60	Acctas. Privados de Insisa
	Remetal	Aluminio (Inespal)	66,6	Socios fundadores de Remetal
			(66,1 en 1986)	
			0,5 en 1990)	
	Issa	Aluminio (Inespal)	100	Aluperfil
	Aluflet	Aluminio (Alúmina Esp.)	40	Acctas. privados de Aluflet
Motores MBD	Construcción naval (Motores Barreras/Sodiga)	60	Klockner Humboldt Deutz AG*	
		(38,4 en 1986)		
		21,6 en 1989)		
Pamesa	Papel (Ence)	100	Torras Hostench	
Fovisa(3)	Siderurgia (Made)	100	Gekanor (GKN*/Acenor)	
Indugasa	Automoción (Seat)	50	GKN*	
Seat	Automoción	100	Volkswagen AG*	
		(75 en 1986)		
		25 en 1990)		
Telesincro	Electrónica (Inisel)	100	Bull*	
		(40 en 1986)		
		33,9 en 1988		
		26,1 en 1994)		
Gesa	Gas/Electricidad (Endesa)	39	(OPV)	
		(% actual: 55,3)		
1987	Dessa	C. Naval (Bazán/Astano)	80	Forestal del Atlántico
	Evatsa	Aluminio (Inespal/Sodiga)	100	Cebal
	Litofan	Aluminio (Inespal)	100	Baumgartner Ibérica*
	Alumalsa	Aluminio (Inespal)	44	Montupet*
	Purolator	Autom. (INI/CASA(4))	97,4	Knecht Filterwerke*
	Victorio Luzuriaga	Automoción	33,3	Eisenwerk Bruhl*
	Diasa	Alimentación (Endiasa)	50	Saudisa (Promodes*)/BBV
	Miel Española	Alimentación (Endiasa)	51	Sugemesa (Agrolimen)
	Miraflores	Alimentación (Lac. Castellana)		Queserías Miraflores
	1988	Endesa	Electricidad	29,2
			(20,4 en 1988)	
			8,7 en 1994	
		% actual: 66,9)		
Ence	Papel (INI; Teneo/Cofivacasa)	53,8	(OPV)	
		(39,3 en 1988)		
		14,5 en 1995(5)		
		% actual: 51)		
1989	Astican	Construcción naval	90,72	Italmar
	MTM	Bienes de equipo	100	GEC Alsthom*
		(85 en 1989)		
		15 en 1992)		

CUADRO NÚM. 1 (Continuación)  
 EMPRESAS PÚBLICAS PRIVATIZADAS EN ESPAÑA EN EL PERIODO 1985-1996(1)

AÑO	EMPRESA	SECTOR (Y E. MATRIZ)	% VENDIDO	COMPRADOR
	Aleinsa	Bienes de equipo	100 (85 en 1989 15 en 1992)	GEC Alsthom*
	Enfersa	Fertilizantes	100 (80 en 1989 20 en 1991)	Ercros
	Oesa	Alimentación (Endiasa)	100	Ferruzzi*
	Pesa	Electrónica (Inisel)	97,4	Amper
	Ancoal	Aluminio (Enisa)	75,2	Omnium Industrie*
1990	Adaro Indonesia	Ingeniería (Enadimsa)	80	Indonesia Coal*/Asmincco Bara Utama*/Tirtamas Majutamas*
1991	Enasa	Automoción	100 (60 en 1991 40 en 1993)	Iveco/Fiat*
	Gr. Empr.Álvarez	Artesanía industrial	100 (90 en 1991 10 en 1992)	Pickman (Estudesa)
	TSD	Electrónica (Enosa)	100	Telepublicaciones
1992	Icuatro	Equip. Hospit. (Inlexport)	90	Grupo Alegre
1993	Automoción 2000	Automoción (Teneo)	100	Inversores Reo
	Fábrica S. Carlos	Bienes Equipo (Teneo)	100	Grupo Navacel/Total Technical Trade/Luis Tellería Usabiaga
	Palco	Aluminio (Inespal)	100 (50 en 1993 50 en 1994)	Alcan Deutschland*
1994	C. Trasatlántica E.	Tpte. Marítimo (Teneo)	100	Naviera de Odiel/Marítima Valenciana
	Artespaña	Artesanía Ind. (Teneo)	100	Medino, S.L.
	ASDL	Aeronáutica (Ceselsa)	86,7	Quadrant Group*
	Sodiga	Sociedad Desarrollo Industrial	51,2	Xunta de Galicia
1995	Refinalsa	Aluminio (Inespal)	50	Remetal
	Sidenor	Siderurgia (AIE)	50(6)	Digeco-Roda (Digeco/ Olarra/ Rodaccial*)
<b>INH</b>				
1989	Repsol	Petróleo/Gas	79 (26,4 en 1989 4,2 en 1989 2,9 en 1990 2,1 en 1992 9,8 en 1992 14,1 en 1993 19,5 en 1995 11 en 1996)	(OPV) BBV Pemex* Pemex* (Canje de bonos) OPV-Institucional) (OPV) (OPV)
1994	Enagas	Gas	91 (% actual: 9)	Gas Natural (45,26% de Repsol)
	Caivsa	Gas (INH/C. Madrileña alum. y calef. por gas)	100	Gas Natural
<b>D.G. Patrimonio del Estado (7)</b>				
1985	Gossypium	Textil (DGPE/Intelhorce)	100	Textil Guadiana
1989	Intelhorce	Textil	100	Orefici*
1990	Hytasa	Textil	100	Textil Guadiana
	Imepiel	Calzado	100	DFG Grupo Cusí
	Dirsa	Distrib. (Tabacalera)	75,06	Diasa (Promodes*/BBV)
	Seb. de la Fuente	Distrib. (Dirsa)	100	Cofidisa (BBV)
	Salinas Torrevieja	Sal	38,5	U. Salinera de España (Solvay*)

CUADRO NÚM. 1 (Continuación)  
EMPRESAS PÚBLICAS PRIVATIZADAS EN ESPAÑA EN EL PERIODO 1985-1996(1)

AÑO	EMPRESA	SECTOR (Y E. MATRIZ)	% VENDIDO	COMPRADOR
1991	Coifer	Alimentación (Tabacalera)	50	Alimentos naturales (BBV)
	Fridarago	Alimentación (Tabacalera)	100	Rústicas
	Coisa	Alimentación (Tabacalera)	100	Rústicas
1993	Argentaria	Banca	49,99	
			(24,99 en V-1993	(OPV)
			25 en IX-1993	(OPV)
			25 en 1996	(OPV)
		% actual: 25,01)		
	Royal Brands. S.A.	Alimentación (Tabacalera)	98,93	RJR Alimentación SL (50% de Tabacalera)
	Incluye:		100	
	Carcesa		100	
	Consiber		100	
	Artiach		100	
Marbú		100		
1994	R. Brands Portugal	Alimentación (Tabacalera)	100	RJR Alimentación SL
	RJR Alimentación	Alimentación (Tabacalera)	50	RJR Nabisco*
1995	Telefónica	Telecomunicaciones	10,7	
			(% actual: 21)	(OPV)
	Lesá	Alimentación (Tabacalera)	100	Leyma/lparlat
<b>Otras instituciones</b>				
1986	Acesa	Autopistas (F.G.D.(8))	57,6(9)	(OPV)
1991	Jobac	Distrib. (Mercasa (10))	100	
			(70 en 1991	Erosmer
			30 en 1995)	Consum. (Eroski)
1993	Ineco	Ingeniería (Renfe)	66	
			(55 en 1993	
			11 en 1994	
			% actual: 34)	

(1) Clasificadas según su dependencia institucional y fecha de su (primera) privatización.

No se han incluido ventas de participaciones que no hayan supuesto la pérdida del control para el Estado (salvo OPVs), ni ventas de activos.

Los compradores extranjeros aparecen señalados con un asterisco.

(2) El porcentaje vendido supone el total de la participación pública previa, salvo que se indique lo contrario.

(3) Fovisa volvió temporalmente al sector público, al comprar Acenor (100% ICO) su participación al grupo inglés GKN en 1991. Acenor se integró en Sidenor en 1993, y ésta se privatizó en 1995 (ver nota 6).

(4) INI 94,7%; CASA 2,7%.

(5) En 1994 Teneo tenía una participación directa del 55,9%, y otro 9,7% a través de Cofivacasa (Infoinvest, Teneo). La participación de Cofivacasa fue vendida íntegramente, y la de Teneo se vio reducida en un 4,9%.

(6) Sidenor es el resultado de la fusión, en 1993, de Foarsa (100% INI) y Acenor (100% ICO), quedando participada al 50% por ambos grupos hasta su total privatización en 1995.

(7) No se han incluido las empresas procedentes del grupo Rumasa.

(8) No se han incluido las restantes empresas vinculadas a bancos de los que se hizo cargo el Fondo de Garantía de Depósitos en el marco de la crisis bancaria del período 1977-1985.

(9) El INI tenía una participación adicional del 5%, que ha ido reduciendo hasta 0 (el último 2,78% se vendió en 1994).

(10) Mercasa pertenece en un 57,3% al FORPPA (Ministerio de Agricultura) y en un 42,7% a la DGPE.

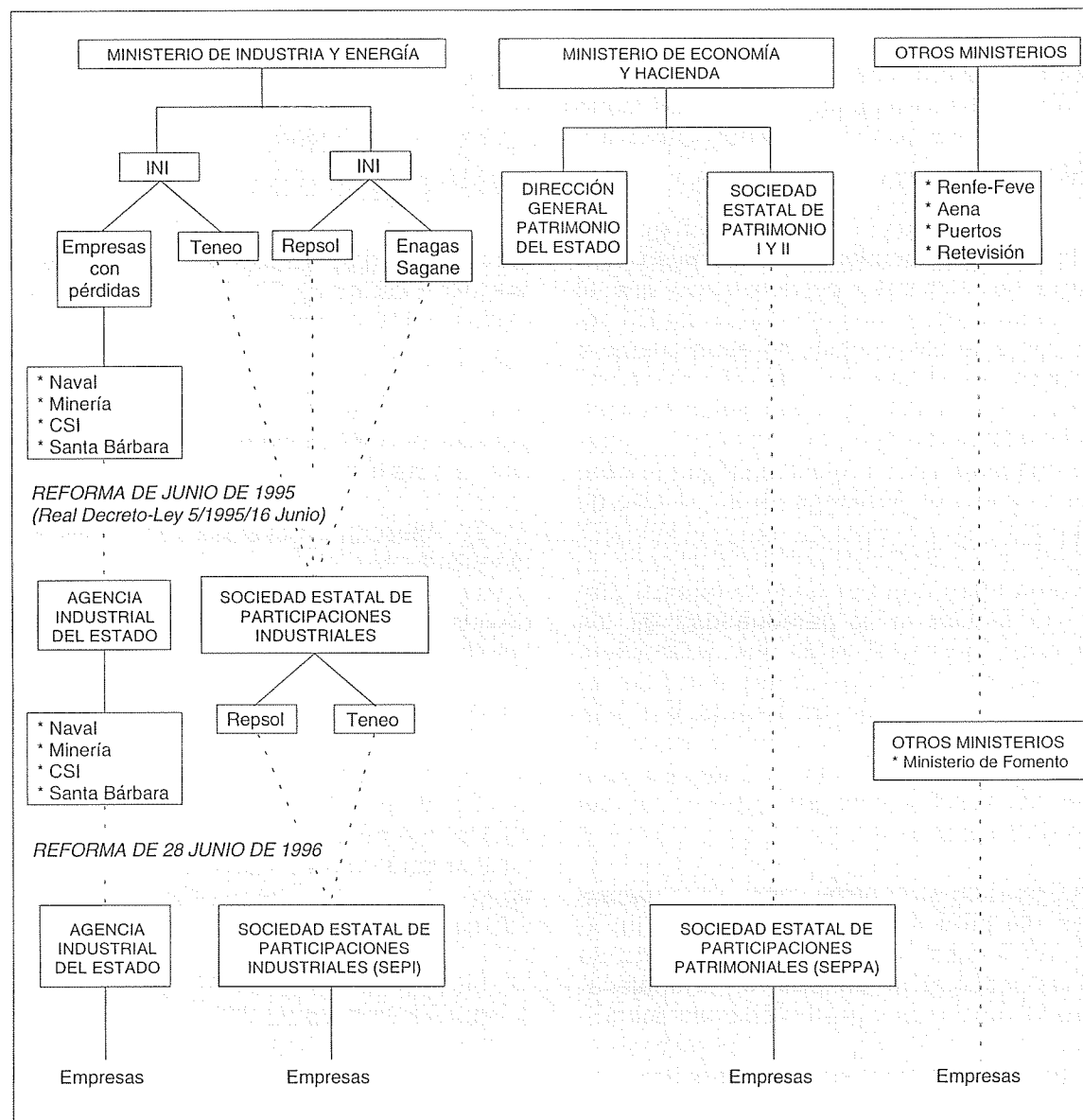
De forma esquemática, las posibles alternativas de venta eran negociación bilateral y directa con posibles compradores, y subasta pública y concurso restringido de carácter semipúblico; se optó por esta última. Con ella, se pretendía alcanzar los siguientes objetivos: "asegurar la objetividad de la decisión, tener ocasión de homologar los planteamientos financieros de los concurrentes; dar a la información sobre el banco una difusión discreta y gradual para evitar efectos contradictorios con el fin perseguido, y ponderar, junto con el pre-

cio, otros elementos que se consideran básicos para la salida de un banco de Corporación: el compromiso de recomponer las posibles deficiencias patrimoniales y la garantía de devolución al Banco de España de los créditos existentes a la fecha de adjudicación".

El procedimiento utilizado consistió en cursar una carta a los presidentes de un conjunto de bancos, a los que se consideraba presumiblemente dispuestos a abordar la etapa final del reflotamiento. A dichos bancos y a los gru-



CUADRO NÚM. 2  
ESTRUCTURA DE ORDENACIÓN DE LA EMPRESA PÚBLICA



pos que lo solicitaron y fueron aceptados se les hacía llegar la información básica sobre el banco. Tras ello, se recibían las propuestas preliminares, que servían para normalizar unas bases o pliegos de condiciones, con una amplia información sobre el banco. La adjudicación se realizaba sobre la base de las ofertas recibidas.

### 3.3. Privatización de Rumasa

El *holding* Rumasa fue expropiado por Real

Decreto 2/1983, de 23 de febrero, por razones, dice el precitado decreto, de utilidad pública e interés social. Este grupo estaba integrado por 370 sociedades (204 sociedades instrumentales para ocultar la concentración de riesgos de sus bancos). Un reducido número de sociedades constituía el 70 del grupo (Galerías Preciados, Constructora Hispano Alemana, Hoteles Hotasa, los vinos, Loewe, Mantequerías) y el grupo bancario incluía 20 bancos (5% del sistema bancario español). En síntesis, el Grupo daba empleo a 45.000 trabajadores (11.500

empleados bancarios) y su cifra de ventas era de 300.000 millones de pesetas.

Para iniciar el proceso de privatización, los nuevos directivos se encargaron de promover directamente o a través de intermediarios las ofertas de compra. Los bancos, salvo dos de ellos, fueron vendidos a un consorcio bancario integrado por los bancos privados grandes y medianos existentes.

La Ley 7/1983, de 29 de junio: de Expropiación de Rumasa, establecía que la enajenación se haría por concurso público, salvo que el gobierno autorizase la venta directa de las acciones; en este último caso, se daría cuenta a las Cortes Generales. Para facilitar la operación, dado su volumen y complejidad, se creó una Comisión integrada por personas de acreditada competencia y profesionalidad (aprobada por Consejo de Ministros de 27 de julio de 1983).

Estaba integrada por once personas, elegidos en función a la personalidad de los miembros, y no por el cargo que ostentasen, aunque en ella estaban el Interventor General de la Administración del Estado, el Presidente de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, el Presidente de las Cámaras de Comercio de España y el Subgobernador del Banco de España.

La Comisión se concibe como el instrumento más útil para contribuir al buen fin de la operación de reprivatización en su conjunto. Su papel es asesorar al gobierno en la enajenación de las acciones y participaciones del grupo Rumasa. A tal efecto, sus funciones básicas consisten en estudiar las características de cada empresa con vistas a su enajenación; promover por los cauces habituales en este tipo de operaciones la presentación de ofertas; valorar las propuestas recibidas y elevarlas al gobierno, a través del Director General del Patrimonio del Estado, junto con los informes correspondientes.

Puesto que la operación de reprivatización del Grupo Rumasa, sin perjuicio de particularidades en algunos sectores, debe ser contemplada en su conjunto y de una forma coherente, se preveía que esta Comisión pudiera asesorar a los órganos competentes en cada caso en cuantas cuestiones le fueran formuladas y, en particular, en lo que se refiere a la enajenación

de acciones de sociedades integradas o participadas que no hubieran sido expropiadas.

A efectos de dotarla de mayor agilidad, la Comisión podría designar, de entre sus componentes, un Comité Ejecutivo con las competencias internas que estimara oportunas.

La Comisión tenía como funciones:

1) Realizar cuantas gestiones resulten convenientes a fin de proceder a la enajenación de las acciones o participaciones a que se refiere el artículo 5 de la Ley 7/1983, de 29 de junio, del capital de las sociedades.

2) Informar al gobierno, a través del Director General del Patrimonio del Estado, sobre las propuestas de adquisición que se formulen en relación con las referidas sociedades.

3) Asesorar en cuantas cuestiones le sean formuladas con referencia a la enajenación de las acciones representativas del capital social de las distintas sociedades integradas o participadas por Rumasa, S.A.

Con la ayuda de esta Comisión, los directivos del *holding* y el gobierno se ha procedido a una de las operaciones de reprivatización más importantes de España. Para facilitar la privatización, fue necesario asumir pérdidas, deuda, facilitar fondos en condiciones privilegiadas (de tipos y plazos), etc. Como coste del proceso, se estima una cifra de 700.000 millones.

#### 4. PLAN DE PRIVATIZACIONES DEL GOBIERNO (JUNIO 1996)

Se entiende por privatización, conforme se define en el punto cinco del acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, la transferencia total o parcial de la propiedad de empresas a través de la enajenación de las participaciones en el capital de sociedades, acciones, activos o unidades de negocio y, en todo caso, cuando dicha enajenación suponga para el sector público estatal la pérdida de influencia decisiva en la empresa de que se trate.

Para llevar a cabo un plan de privatizaciones se presentan dos grandes alternativas:

Aprobar una Ley-marco que recoja la forma

detallada el proceso de privatización (Ley francesa nº 93-923 de 19 de Junio de 1993) o una Ley-marco general de privatizaciones como la presentada como proposición de ley por el Grupo Parlamentario Popular en el Congreso (*Boletín Oficial de las Cortes Generales*, 27 de octubre de 1995).

Acordar por el Consejo de Ministros unas bases para el desarrollo de un programa de privatizaciones. Este último ha sido el camino elegido por el gobierno, y así, el 28 de junio de 1996, aprobó las bases del programa de modernización del sector público empresarial del Estado.

El proceso de privatización tiene, pues, como bases para su desarrollo el acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se establecen las bases del programa de modernización del sector público empresarial del Estado, y las normas internas de procedimiento sobre privatizaciones elaboradas por los agentes gestores.

Los agentes gestores de las privatizaciones en España son (véase cuadro núm. 2, en el que se describe la evolución de la ordenación de las empresas públicas):

- 1) La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI).
- 2) La Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales, S.A. (SEPPA).
- 3) La Agencia Industrial del Estado (AIE).
- 4) Los ministerios funcionales, básicamente Fomento, en sus empresas directamente dependientes (RETEVISIÓN, AENA, Puertos, RENFE-FEVE, ENATCAR, etcétera).

Los agentes gestores (SEPI, SEPPA, AIE o el ministerio directamente responsable) formularán las propuestas concretas de privatización, haciendo referencia expresa a los siguientes extremos:

- Procedimiento de privatización que se considere más adecuado.
- Eventual concesión de incentivos a determinados grupos sociales o categorías de inversores, descuentos sobre el precio de referencia, aplazamientos en el pago de las acciones, entre-

ga de acciones ligada a la fidelidad en la tenencia, cobertura del riesgo de descenso de la cotización; garantía de una determinada revalorización u otros de análoga naturaleza.

- Reserva de determinados porcentajes para empleados u otros grupos o colectivos especialmente vinculados con la sociedad privatizada.
- Tratamiento diferencial a inversores institucionales en casos especiales.
- Posible venta, por razones debidamente justificadas, de parte o toda una operación entre accionistas que asuman compromisos preestablecidos de permanencia y de garantía de la gestión de la compañía.
- Autorización de los agentes gestores a realizar operaciones de cobertura del riesgo asumido en la concesión de incentivos.

Los agentes gestores del proceso de privatizaciones actuarán de acuerdo con los principios de:

- Publicidad, transparencia y concurrencia. Separación de la propiedad y la gestión de las empresas.
- Salvaguardia y defensa de los intereses económicos generales y de los intereses patrimoniales del Estado.
- Continuidad del proyecto empresarial de las empresas privatizadas.
- Aumento de la competencia, extensión de los mercados de capitales y ampliación de la base accionarial de las empresas.

El proceso de privatizaciones tendrá vocación de globalidad y, en las empresas sujetas a actuaciones de reestructuración o reconversión, será tendencial y se intentará disminuir su dependencia estructural de las ayudas públicas mediante la formulación y ejecución de planes de saneamiento dentro del marco de la normativa comunitaria, teniendo siempre en cuenta sus implicaciones económicas y sociales.

No se ha querido crear un Ministerio de Privatizaciones, ni se ha creado una Secretaría de Estado ni ningún órgano administrativo con distintos niveles funcionariales y amplios me-

dios materiales. Únicamente, se ha constituido, por Orden Ministerial de 26 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones, que es un órgano puramente consultivo (no decisorio ni resolutivo), y sus funciones están limitadas a informar sobre:

A) "... todas las operaciones concretas de privatización ... al objeto de que se dictamine ... si el proceso de privatización y la propuesta concreta de venta se acomoda a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia".

B) "... cuantas cuestiones le sean planteadas por el gobierno, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos o los agentes gestores durante el desarrollo del proceso de privatizaciones".

Los agentes gestores solicitarán al Consejo Consultivo de Privatizaciones un informe sobre las propuestas concretas de privatización y, una vez evacuado éste, elevarán la propuesta al Vicepresidente Segundo del gobierno y Ministro de Economía y Hacienda o al Ministro de Industria y Energía, según el ámbito de sus respectivas competencias. Asimismo, la propuesta del agente gestor, junto con el informe del Consejo Consultivo de Privatizaciones, será sometida a la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos, para su posterior aprobación definitiva por el Consejo de Ministros.

Para facilitar el desarrollo del proceso de privatizaciones, se cuenta con la Ley 5/95 de 23 de marzo, "de Régimen Jurídico de Enajenación de Participaciones Públicas en determinadas empresas", que afecta a las empresas públicas, en las que el Estado posea más del 25% del capital, en los casos en que se negocien participaciones del 10% o superiores, o cuando el Estado reduzca su participación del 50% o quede reducida a un porcentaje inferior al 15%.

Esta Ley persigue dos finalidades. En primer lugar, condicionar las decisiones que se consideran relevantes por su interés nacional, una forma de defensa del "efecto sede". En segundo término, contribuir a que sean aceptadas sociopolíticamente las privatizaciones de empresas públicas que se consideran muy relevantes por prestar servicios esenciales o servicios públicos formalmente declarados como tales, o desarrollar actividades reguladas o so-

metidas a la consideración de monopolio natural.

Normalmente, quedan sometidos al Régimen de autorización administrativa previa, establecido por Ley 5/1995 de 23 de marzo, los acuerdos y actos de la empresa a participar en cuanto afecten a:

a) Disolución voluntaria, escisión o fusión.

b) Sustitución de objeto social.

c) Enajenación o gravamen, en cualquier forma y por cualquier título, de los activos, que se determinen en el momento de la privatización.

d) Enajenación o gravamen, en cualquier forma y por cualquier título, de acciones o títulos representativos del capital de que sea titular "Telefónica de España, Sociedad Anónima".

Queda igualmente sometida al régimen de autorización administrativa previa, en los términos y con las consecuencias previstas en la Ley 5/95 de 23 de marzo y en el Real Decreto 1525/1995 de 15 de septiembre, la adquisición, directa o indirecta, incluso a través de terceros fiduciarios o interpuestos, de las acciones de las empresas u otros valores que puedan dar derecho, directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquéllas, cuando tenga por consecuencia la disposición sobre, al menos, del 10% del capital social correspondiente.

El desarrollo operativo del proceso de privatización se lleva a cabo por los agentes gestores SEPI, SEPPA y AIE. Este proceso se inicia con la selección del asesor financiero/industrial del proceso, bien de forma directa, convocatoria limitada o convocatoria universal. Esta selección se debe llevar a cabo con transparencia, objetividad, concurrencia, confidencialidad y rapidez. Las funciones del asesor se definen en cada operación pudiendo ser de: valoración, diseño de la estrategia de privatización, búsqueda de posibles compradores, aseguramiento, etc. Ello dependerá de si se trata de una oferta pública de venta (OPV) o de una venta directa; de una empresa que cuente o no con capacidades directivas y empresariales.

Los criterios a considerar para la elección del asesor suelen ser:

CUADRO NÚM. 3  
PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS EN 1996-1997 (Febrero)

AÑO	EMPRESA	SECTOR (Y E. MATRIZ)	% VENDIDO	COMPRADOR
SOCIEDAD ESTATAL DE PARTICIPACIONES INDUSTRIALES (SEPI)				
1996	Sodican	Sociedad Desarrollo Industrial	51	Gobierno Autónomo
1996	Almagrera	Minería	100	Navan Resources, S.A.
1996	Sefanitro	Fertilizantes (AHV)	52,65	Fertiberia
1997	Sodical	Sociedad Desarrollo Industrial	51	Agencia Desarrollo Económico de Castilla-León y Cajas de Ahorro
1997	longraf	Aluminio (Inespal)	100	Directivos
1997	Surgiclinic	Santa Bárbara	50	Grupo Hambros (en proceso)
1997	Repsol	Petróleo	10	OPV
SOCIEDAD ESTATAL DE PARTICIPACIONES PATRIMONIALES (SEPPA)				
1997	Telefónica	Telecomunicaciones	21	OPV

— Experiencia, en operaciones del sector y operaciones en España.

— Conocimiento del sector, relaciones anteriores con la empresa.

— Diseño de la operación, propuesta, análisis de posibles compradores, valoración preliminar y calendario.

— Propuesta de colaboración, con detalle de los servicios a realizar, comisiones, repercusión de gastos, equipos y grado de dedicación.

En las operaciones bursátiles, se hace hincapié en los compromisos y experiencias en el mercado, estimación de la demanda del mercado y tipo de inversor. Aquí se sugiere que los intervinientes planteen la operación en los términos que consideren más atractivos y eficientes.

Una vez seleccionado el asesor, diseñada la operación y elaborada la propuesta concreta de privatización, se determinará la forma de su ejecución. En el caso de operación bursátil, se lleva a cabo la selección de los coordinadores globales y de tramos de la OPV; la estructura de los tramos de venta, doméstico e internacional, los de minorista e institucional.

En una transacción llevada a cabo en el mercado de valores, las normas de ética y de regulación de conductas en el mercado bursátil garantizan la aplicación de los principios de publicidad, transparencia, concurrencia de oferentes y su aplicación al mecanismo de fijación del precio.

Las privatizaciones de las empresas que no cotizan en Bolsa, la gran mayoría, presentan el problema de su valoración y forma de llevar a cabo la venta para facilitar la publicidad y la concurrencia. Ello exige una valoración del plan de empresa del comprador y de sus capacidades empresariales y directivas. Estamos ante una operación industrial *versus* la operación financiera propia de la OPV.

Conviene tener en cuenta que todo proceso de privatización se simplifica de manera muy importante cuando existen capacidades directivas reconocidas en la empresa. La presencia de esas capacidades, valoradas por el mercado de capitales o por los posibles compradores, facilita el proceso de privatización al pasar a ser básicamente una simple operación financiera. Por contra, la falta de capacidades directivas, tecnológicas o el uso ineficiente de los activos empresariales obliga a plantear el proceso de privatización como una búsqueda de capacidades directivas, para utilizar eficientemente los activos públicos en otra empresa o grupo. Ello explica los adelantos y/o retrasos de muchas de las privatizaciones planificadas.

Las privatizaciones realizadas en los años 1996 y 1997 han sido recogidas en el cuadro núm. 3.

Lo diferencial del actual proceso es, quizás, que, frente al proceso de privatización anterior —que se ha caracterizado como silencioso y un tanto vergonzante—, ahora se presenta de forma explícita con base en un plan y con un proceso preestablecido.

CUADRO NÚM. 4  
RELACIÓN DE EMPRESAS PÚBLICAS

EMPRESAS	Participación %	EMPRESAS	Participación %
<i>Sociedad estatal de participaciones patrimoniales: SEPPA-DGPE</i>		<i>Sociedad estatal de participaciones industrial (SEPI)</i>	
Agencia EFE.....	99,79	Enagas .....	9
Aldeasa.....	80	New Comar S.L.....	20
Alimentos y aceites.....	74,07	INI Finance BV .....	100
Cetarsa .....	79,18	Astilleros del Atlántico .....	45
Enausa .....	100	Auxini.....	60
Emgrisa .....	100	Aviaco.....	67
Expasa .....	100	Babcock Wilcox.....	100
Mercasa.....	42,66	CASA.....	99,28
Merco.....	98,79	Initec.....	100
Minas de Almadén.....	100	ENE.....	100
Paradores de Turismo .....	100	ENUSA.....	60
Segipsa.....	100	ENCE .....	51
Senasa .....	100	ENDESA.....	66,89
Tabacalera.....	52,36	ENSA.....	100
Tragsa .....	20	Iberia .....	99,92
Transmediterránea .....	95,24	Indra .....	63,30
Argentaria .....	25,1	Inespal.....	99,66
Cersa .....	21,28	Infoinvest.....	100
Cesce .....	50,25	Infoleasing.....	100
Saeca .....	80	Potasas del Llobregat.....	58,15
Sonavalco.....	78,10	Sodian .....	60,29
Agesa .....	100	Sodicaman .....	51,09
Holsa .....	51	Sodiex .....	61,19
Improasa.....	100	Sodial .....	51
Infehsa.....	85	Suria K.....	100
Madrid 94.....	100	TGI .....	100
Quinto Centenario .....	100		
Secegsa.....	100		
Siepsa.....	100		
<i>Agencia Industrial del Estado (AIE)</i>		<i>Otros entes públicos</i>	
Astilleros Españoles, S.A. (AESAs) .....	100	Focoex	
Astilleros y Talleres del Noroeste, S.A. (ASTANO).....	100	Hispasat	
Hijos de J. Barreras, S.A. (BARRERAS).....	99,99	Loterías del Estado; RTVE (TVE, RNE)	
E. Nacional Sta. Bárbara Ind. Milit., S.A. (ENSB).....	100	AENA	
E. Nacional Bazán Constr. Naval Milit., S.A. (BAZÁN).....	100	Puertos del Estado	
Hulleras del Norte, S.A. (HUNOSA) .....	100	Enatcar	
Minas de Figaredo, S.A. (FIGAREDO).....	100	Retevisión; FNMT	
Productos Tubulares, S.A. ....	100	FEVE	
CSI Corporación Siderúrgica, S.A. ....	100	ICO	
AHV-Ensidesa Capital, S.A. ....	100	IDAE	
Altos Hornos del Mediterráneo, S.A. (AHM).....	99,5	Renfe-Feve	
Prerreducidos Integ. Sureste España, S.A. (PRESUR) .....	100	Sepes	

La privatización debe verse como la respuesta a los problemas de ineficiencia de la empresa pública. La privatización no es una simple transferencia de propiedad del sector público al privado, es un medio para mejorar la eficiencia, la competitividad de la empresa. Este hecho se acentúa en el momento actual, dado que hemos pasado de mercados nacio-

nales cerrados a mercados globales, se vive una aceleración del cambio tecnológico y de los procesos productivos, donde sólo organizaciones flexibles con capacidad de adaptación y de respuesta pueden sobrevivir.

El proceso de privatización tiene, pues, un triple fin:

1) Mejorar la eficiencia del sistema empresarial.

2) Desarrollar grupos empresariales y mejorar el tejido industrial para alcanzar umbrales o dimensiones competitivas a nivel europeo.

3) Introducir cambios en el comportamiento de los miembros de la empresa para facilitar su competitividad y el desarrollo de activos intangibles vinculados a capacidad de innovación, de creación de marcas, imagen, etcétera.

Los ingresos de los procesos de privatización obtenidos por el programa del gobierno del Partido Popular han sido hasta el momento de 800.000 millones: Telefónica, Gas Natural, Repsol (en proceso), Sefanitro, Almagrera, Sodalca e Iongraf. Las previsiones de privatización para un próximo futuro, según recoge la prensa son: Tisa (23,78%), Endesa (25%), Aldeasa (100%), Enagas (9,1%), Enatcar (100%), Inespal (99,6%), Retevisión, Auxini (60%), Ence (51%), Tabacalera (52,36%), Argentaria (25%), Indra (63,3%), Potasas de Llobregat (58%) y Suria (100%), etc., con un valor que supera 1,2 billones de pesetas. En el cuadro núm. 4 se presenta un detalle indicativo de las empresas públicas españolas.

La evolución posterior al proceso privatizador dependerá de:

a) El correcto funcionamiento de los sistemas de control de los directivos, en concreto de los mercados de capitales, en el caso de que haya una gran dispersión del accionariado, para que aquellos tengan estímulos para un comporta-

miento eficiente. Por ello, el gobierno está incentivando una reforma del sistema de gobierno de las empresas.

b) El funcionamiento eficiente de los mecanismos reguladores de las suspensiones de pagos y quiebras, que deben servir como estímulo que afecte al comportamiento de los miembros de la empresa y eviten toda operación de renacionalización. Se hace urgente una reforma en nuestro derecho concursal.

c) La existencia de reguladores eficientes y con experiencia cuando exista un monopolio natural, para eliminar barreras de entrada tarifarias y no tarifarias en los mercados. El aumento de medios y funciones del Tribunal de Defensa de la Competencia es, sin duda, una reforma necesaria. Igualmente, el correcto funcionamiento de las comisiones de control –Comisión del Sistema Eléctrico Nacional (Ley 40/1994 de diciembre), Comisión del Mercado de Telecomunicaciones (Real Decreto–Ley 6/1996 de 7 de junio)– facilitarán el éxito del proceso privatizador.

En la actualidad, el proceso privatizador en España parte de una decisión política, con un plan y un calendario aceptado por los responsables de las empresas. Tiene como objetivos aumentar la competencia en los mercados, mejorar la eficiencia del sistema empresarial e introducir cambios en los comportamientos de los agentes, tanto internos como externos, relacionados con la empresa pública para evitar así su utilización como fuente de rentas y facilitar el proceso de privatización.

## ANTECEDENTES Y LÍNEAS ESTRATÉGICAS DEL PLAN DE PRIVATIZACIONES

Pedro Ferreras Díez  
Presidente de SEPI

El término privatización y la puesta en práctica de procesos y procedimientos en relación con el mismo han sido objeto de una amplia literatura, no siempre adornada de precisión en sus planteamientos ni de homogeneidad en sus contenidos.

Las aproximaciones a la propia definición del término permiten diferenciar distintas interpretaciones, que afectan a tres grandes y diferentes ámbitos: la venta de activos públicos al sector privado, la desregulación, y la contratación de servicios públicos al sector privado.

Asimismo, las justificaciones, planteamientos, fines y circunstancias en las que se verifican procesos de privatización en los distintos países pueden ser analizados y expuestos desde distintas perspectivas.

Así pues, es conveniente, para centrar el tema, hacer una definición previa de los antecedentes, de los objetivos perseguidos, del marco en que se formula la política de privatizaciones, y de las líneas estratégicas de actuación y sus realizaciones, en las coordinadas de tiempo y espacio de nuestra realidad empresarial.

### 1. ANTECEDENTES

El Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, aprobado por el Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, sienta las bases de la reforma y modernización de la empresa pública, en una economía como la española que, al igual que la de sus socios europeos, tiene puesta sus miras en el horizonte de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

El antecedente más próximo en el tiempo,

como punto de referencia de la situación actual del sector público industrial del Estado, es el Real Decreto-Ley 5/1995, de 16 de junio, (posteriormente Ley 5/1996, de 10 de enero) de creación de determinadas entidades de derecho público.

Dicha Ley tiene como finalidad la reordenación institucional de las participaciones industriales dependientes del Ministerio de Industria y Energía, basada en el marco jurídico aplicable a las empresas públicas, y dispone la supresión del Instituto Nacional de Industria (INI) y del Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH).

El INI, creado por Ley de 25 de septiembre de 1941, en sus más de 50 años de existencia, cumplió en diferentes etapas diversos objetivos asignados en el proceso de industrialización, como el de protagonismo en la creación de nuevas actividades productivas, subsidiariedad respecto de la iniciativa privada, contribución a la paz social y otros, que explican los condicionantes que originaron el grupo resultante de empresas participadas.

Por su parte, al INH, creado en 1981, se le encomendó la gestión de las participaciones públicas en el sector de hidrocarburos, incorporando entre sus activos las empresas de combustibles líquidos del INI.

En virtud de la normativa señalada, ambos entes finalizaron su andadura el 31 de julio de 1995, siendo transferidas sus participaciones accionariales a las dos nuevas entidades creadas: la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) y la Agencia Industrial del Estado (AIE).

La SEPI recibe las participaciones en las empresas desvinculadas de los Presupuestos Generales del Estado, procedentes tanto del



INI como del INH: TENEO, S.A., REPSOL, S.A., ENAGAS, S.A., SAGANE, S.A. y GAS NATURAL SDG S.A.

En la AIE se gestionan las sociedades inmersas en sectores de actividad en reestructuración o reconversión, que reciben ayudas o subvenciones públicas: construcción naval, siderurgia, defensa y minería deficitaria.

El Acuerdo de 28 de junio tomado por el nuevo Ejecutivo, tras las elecciones generales de 3 de marzo de 1996, incluye una reorganización del sector público empresarial, que presenta las siguientes características:

En el ámbito de las participaciones tuteladas por el Ministerio de Industria y Energía, por lo que afecta a la SEPI, se produce una simplificación de su estructura de participaciones con la supresión del holding TENEO, S.A. La disolución sin liquidación de la Sociedad, aprobada por Junta General de 4 de julio, tiene lugar el 16 de septiembre, asumiendo el accionista, SEPI, la totalidad de sus activos y pasivos.

En cuanto a la AIE se modifica su marco jurídico en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1997 y en la Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social de acompañamiento a aquélla, que dota a la Agencia de las facultades propias de un accionista que tiene participaciones directas en AESA, ASTANO, BARRERAS, SANTA BÁRBARA, BAZÁN, HUNOSA, FIGAREDO, PRESUR, POTASAS DE SUBIZA, CSI y PRODUCTOS TUBULARES.

En cuanto a las empresas públicas dependientes del Ministerio de Economía y Hacienda, se crea la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (SEPPa). Tiene como objeto social, en relación con las sociedades participadas por la Dirección General del Patrimonio del Estado, la tenencia, administración, adquisición y enajenación total o parcial de las acciones u participaciones de las sociedades que, previo acuerdo del Gobierno, reciba por cualquier título del Estado español, de la Dirección General del Patrimonio del Estado.

## **2. LA POLÍTICA DE PRIVATIZACIONES: OBJETIVOS Y PLANTEAMIENTO**

El Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, tiene como ob-

jetivo el fortalecimiento del tejido industrial y, en consecuencia, el aumento de la eficiencia y competitividad global de la economía y la creación de empleo.

Por tanto, el Programa no agota su ambición en la consideración de la empresa pública del Estado, sino que contempla los mecanismos que favorecen el fortalecimiento del tejido empresarial de nuestra economía, en beneficio del crecimiento y el empleo.

La modernización del sector público implica la definición de proyectos empresariales de futuro, a la vez que se produce una dilución de la participación pública y se libera al Estado de actuaciones que no le son propias, a cuyo efecto se diseña el Plan de privatizaciones previsto por el Gobierno.

El proceso de privatización tiene un carácter global y tendencial, de forma que afecta a todas y cada una de las empresas públicas, si bien teniendo en cuenta las circunstancias específicas y los intereses existentes en cada caso.

La vocación de globalidad se manifiesta, también, en el procedimiento de la privatización, que es único y se aplicará a todas las operaciones, que requieren para su ejecución la autorización previa del Consejo de Ministros.

Estamos pues refiriéndonos a la privatización con un alcance concreto y específico: la venta de las empresas estatales al sector privado, como parte de un proceso más amplio, orientado a estabilizar y liberalizar la economía, tal y como ha sido puesto de manifiesto por el Banco Mundial, al mostrar la significación de un fenómeno generalizado y progresivo en todos los países, que conlleva, por qué no decirlo, una reinterpretación del Estado.

Cabe, pues, en este punto profundizar sobre el papel del Estado en una sociedad como la española, y debatir sobre la conveniencia de una reducción de su tamaño, tanto por razones de eficacia social, como por la aplicación del principio de subsidiariedad, según el cual una instancia superior sólo debe actuar cuando no está capacitada para hacerlo la inferior. Con este planteamiento se pretende reforzar el papel y la responsabilidad individual, incluyendo en este ámbito a los distintos agentes económicos y sociales.

Desde una perspectiva económica, el Estado es el agente menos eficiente en el juego de confrontación de intereses en el mercado, y esto es así porque la naturaleza del Estado le confiere un poder de soberanía, que contrasta con la necesaria actuación particular de las partes que concurren en defensa de sus propios intereses en ese mercado. En consecuencia el Estado, cuando actúa como parte concurrential equiparable a la de los intereses privados, está forzando su propia razón de ser y la función de garante del orden social, que debe permitir la competencia y la colaboración pacíficas de los intereses particulares.

El papel del Estado debe centrarse, por tanto, en su poder regulador de las condiciones y reglas generales del marco de actuación de la economía: favoreciendo la competencia en los mercados y la disponibilidad de los factores productivos, y liberalizando los sectores de actividad para mejorar la eficiencia.

Junto a ello el Estado debe seguir siendo eficaz en asegurar la provisión de bienes y servicios públicos como la sanidad, la educación, la seguridad o las infraestructuras, que dotan a la sociedad del necesario bienestar y equilibrio para su evolución futura.

En definitiva se trata de consolidar una economía moderna, competitiva y capaz de enfrentar y decidir por sí misma los cambios derivados de la dinámica social.

En virtud de esa dinámica se ha justificado en el pasado la existencia de la empresa pública como instrumento de política industrial para alcanzar objetivos tales como el apoyo a sectores estratégicos, el desarrollo de industrias incipientes, la defensa de la competencia o la mejora de la distribución de rentas.

Sin embargo, la realidad ha puesto de manifiesto la variabilidad y la ambigüedad en la identificación de sectores estratégicos, y la generación de ineficiencias, en algunos casos, con la protección de industrias incipientes. Respecto a la defensa de la competencia o la distribución de rentas, existen otros instrumentos específicos (formativos, promocionales, fiscales, monetarios, etc.) que se han mostrado más adecuados que la utilización de la empresa pública.

Por tanto, hoy no se plantea una discusión

en términos de eficiencia de la empresa pública, sino que el planteamiento general del que se parte es el lograr la mayor eficacia de la actuación pública y una asignación más adecuada de los siempre escasos recursos del Estado.

En cuanto a los planteamientos, el Acuerdo de 28 de junio señalado define que el proceso de privatizaciones se inspira, fundamentalmente, en los principios de actuación siguientes:

— Configuración de los agentes gestores del proceso: la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales y la Agencia Industrial del Estado, que son quienes deben presentar al Gobierno las propuestas concretas de venta para cada una de las empresas.

— Publicidad, transparencia y concurrencia de las operaciones. A tal efecto se crea el Consejo Consultivo de Privatizaciones, que debe dictaminar sobre el cumplimiento de estos criterios en todas las propuestas de privatización. El dictamen se incorpora a la propuesta que los agentes someten a la autorización del Consejo de Ministros.

— Continuidad del proyecto empresarial de las empresas. En este sentido, sin desestimar la maximización de los ingresos públicos, primarán los criterios empresariales.

— Separación de la propiedad y la gestión de las empresas, de forma que será el accionista quien lleve a cabo el proceso de desinversión.

— Sometimiento al control de la Intervención General del Estado, el Tribunal de Cuentas y el Parlamento.

### 3. LÍNEAS DE ACTUACIÓN

Para un mejor entendimiento de la aplicación real de los objetivos y política señalados, me centraré en las actuaciones de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, empezando previamente por la estructura de participaciones.

#### 3.1. Estructura de Negocios del Grupo SEPI

En el momento actual, la SEPI está presente, con participaciones mayoritarias en su ac-

cionariado, en las siguientes empresas y áreas de negocio:

— El Grupo ENDESA en la producción y distribución de energía eléctrica, que se ha consolidado como cuarto grupo europeo de generación eléctrica. Asimismo, participa en las actividades de gestión del ciclo integral del agua y de servicios de telecomunicaciones.

RED ELÉCTRICA, que realiza la construcción y operación de la red peninsular de transporte de energía eléctrica, y la explotación unificada del sistema eléctrico español, además

CUADRO NÚM. 1  
SEPI 1996  
EMPRESAS MAYORITARIAS POR ÁREAS DE NEGOCIO  
(Porcentaje de participación)

ENERGÍA	
Grupo ENDESA .....	66,89(*)
ENUSA .....	60
RED ELÉCTRICA.....	65,88
TRANSPORTE AÉREO	
Grupo IBERIA .....	99,98(*)
AVIACO .....	99,94
AEROSPAZIAL/ELECTRÓNICA	
CASA .....	99,28
Grupo INDRA .....	66,09(*)
ALUMINIO, CELULOSA Y MINERÍA	
Grupo INESPAL .....	99,66(*)
ENCE .....	51,56
ALMAGRERA .....	99,98
SURIA K.....	100
POTASAS DE LLOBREGAT .....	100
B. DE EQUIPO, INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN	
Grupo BWE .....	100(*)
ENSA .....	100
Grupo AUXINI .....	60
INITEC .....	100
INI MEDIOAMBIENTE .....	100
TRANSPORTE MARÍTIMO Y SERVICIOS	
ELCANO .....	100
Grupo INFOINVEST .....	100(*)
INFOLEASING .....	100
INI FINANCE B.V. ....	100
MUSINI .....	49,29(a)
INIEXPORT.....	100
SODIAN .....	60,29
SODIAR .....	51
SODICAL .....	51
SODICAMAN .....	51
SODIEX .....	61,20
TGI .....	100

(\*) Participación en empresa matriz.

(a) Al transformarse en S.A., la participación de SEPI será mayoritaria.

de la gestión de los intercambios internacionales de energía.

ENUSA, cuyas actividades se centran en la producción de concentrados de uranio, y en la fabricación y suministro de elementos de combustible nuclear y servicios de ingeniería asociados.

— El Grupo IBERIA en el transporte aéreo de pasajeros y mercancías, y actividades relacionadas como *handling*, mantenimiento de aviones, sistemas de reservas o *catering*.

— En el sector aeroespacial, CASA desarrolla y fabrica aeronaves de diseño propio, así como elementos integrantes de aeronaves y de estructuras espaciales.

— INDRA, en electrónica, realiza el desarrollo e integración de sistemas con uso intensivo de tecnologías de la información, prioritariamente para sistemas complejos de control, gestión y comunicaciones.

— En los negocios de aluminio, celulosa y minería, INESPAL es el único productor español de aluminio, y las producciones de pasta de eucalipto de ENCE y de potasa del Grupo POTASAS representan sobre el total nacional el 66% y el 84% respectivamente.

— En bienes de equipo, BWE oferta tanto plantas llave en mano como instalaciones industriales y calderas, y ENSA produce y monta equipos para plantas nucleares. La actividad de ingeniería de INITEC se centra en sistemas eléctricos de potencia, plantas industriales e infraestructuras. En construcción, AUXINI realiza obras civiles, industriales y de edificación. INIMA, en medioambiente, presenta una oferta integral de proyectos ambientales.

— Finalmente, completan las participaciones de SEPI, ELCANO en transporte marítimo, MUSINI en seguros, el Grupo INFO y TGI en la prestación de servicios financieros y tecnológicos, y las SODIS.

Además, la SEPI es titular de paquetes minoritarios de acciones en REPSOL y ARGENTARIA, como empresas más significativas.

### 3.2. Estrategia global

A la vista de la estructura de negocios de

SEPI, puede comprenderse la estrategia global seguida que se concreta en las líneas de actuación siguientes:

- Gestión de los procesos de privatización de sus empresas y aportación a la modernización del tejido industrial español.
- Control y seguimiento de su cartera de participadas.
- Amortización de la deuda histórica del INI.
- Financiación a la AIE desvinculada de los Presupuestos Generales del Estado.
- Contribución a la cobertura de las necesidades financieras del Estado.

De acuerdo con el objetivo de la política industrial de fortalecer el tejido industrial y en el marco del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, la SEPI tiene la misión de definir proyectos empresariales sólidos y rentables. Una vez conseguido este objetivo, gestionará sus procesos de privatización, tratando de asegurar la mejor alternativa de viabilidad y la continuidad en el futuro de dichos proyectos empresariales con los nuevos accionistas y, al mismo tiempo, procurando maximizar el valor del patrimonio público.

Pero la SEPI, además de contribuir a los objetivos perseguidos por la política económica del Gobierno, como agente del proceso de privatizaciones, tiene también las responsabilidades propias de un accionista comprometido con sus empresas, y en su cumplimiento:

- Mantiene el control y seguimiento de las mismas apoyando el desarrollo de sus proyectos empresariales,
- Controla la marcha de los negocios y
- Exige responsabilidades a los gestores.

Si a todo lo anterior añadimos el papel de la SEPI en la amortización de la deuda histórica del INI, y en la cobertura a las necesidades financieras del Estado en sus compromisos empresariales, tendremos una composición cabal de la contribución de esta Sociedad Estatal al fortalecimiento del tejido empresarial español y a la superación de los retos que tiene

planteados nuestro país en la construcción de la Unión Europea.

La deuda generada por el INI, cifrada en 581.000 m. pts. en el momento de su desaparición, se reduce en 158.000 m. pts. en 1996 y está previsto, para este año, que la amortización alcance los 250.000 m. pts., con lo que el saldo a 31.12.97 se situará en 173.000 m. pts., quedando completamente amortizado en 1999.

La financiación a la AIE, para facilitar su desvinculación de los Presupuestos Generales del Estado, se concreta en un préstamo por 230.000 m. pts. en el ejercicio 1997.

Finalmente, en cuanto a la aportación de SEPI para paliar el déficit público se asignan 100.000 m. pts. a la reestructuración del sector minero, además del correspondiente pago de dividendos al Estado.

#### 4. Realizaciones

Como se ha señalado anteriormente, una característica del Plan de privatizaciones definido es la globalidad del proceso. Todas las empresas son objeto del mismo, si bien según las circunstancias que concurren en cada caso, y por lo que afecta a las empresas de la SEPI, pueden diferenciarse tres grandes grupos:

- El de aquellas empresas que están consolidadas en sus respectivos mercados y que, por tanto, están en condiciones de ser privatizadas de inmediato. En este grupo podría mencionarse el caso de las POTASAS, cuyo proceso ha sido iniciado "ex novo" por SEPI.

- El de empresas que operan en sectores que requieren un proceso de liberalización, debiendo adaptarse a las nuevas condiciones de su entorno competitivo. En este caso se encuentra el sector eléctrico y, en consecuencia, las actuaciones realizadas por el GRUPO ENDESA.

- Empresas que requieren la definición o reformulación de un proyecto empresarial que garantice su futuro, como paso previo. En este sentido, Construcciones Aeronáuticas, S.A. (CASA), por su significación en la industria española y por el proceso de reordenación de su sector a nivel mundial, con la reciente fusión de McDonnell y Boeing, y la definición como organi-

zación de AIRBUS, en la que participa con el 4,2%, es un claro ejemplo de este tercer grupo, en el que también puede incluirse el caso del Grupo IBERIA.

Por lo que se refiere a la puesta en práctica realizada por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales como agente gestor del proceso de privatización, se ha culminado la colocación del 3,81% del capital de GAS NATURAL, con un nivel de demanda 3,5 veces superior a la oferta de títulos, y se ha obtenido dictamen favorable del Consejo Consultivo de Privatizaciones para las propuestas concernientes a las siguientes sociedades:

— ALMAGRERA, S.A., empresa que había acumulado fuertes pérdidas en los últimos años, y cuya privatización permite dar una solución de continuidad a sus recursos productivos y a los puestos de trabajo.

— IONGRAF, S.A., empresa filial del Grupo INESPAL, cuyos activos han debido segregarse en el proceso de búsqueda de un socio global para este Grupo, y que comporta una propuesta de privatización de "Management Buy Out".

Asimismo, han sido presentadas, para su dictamen por el Consejo Consultivo de Privatizaciones, las propuestas relativas a SODICAL, S.A. (51% de propiedad de SEPI), y del 10% que mantiene SEPI en REPSOL, S.A.

Por otra parte, están en marcha los procesos de desinversión que afectan a AUXINI, S.A.; MUSINI, procediendo previamente a su desmutualización, configurándola como sociedad anónima; ELCANO, S.A., cuyo proceso ha sido asumido y relanzado por SEPI; GRUPO POTASAS, para el que ya se ha procedido a la selección del asesor para la venta, y GRUPO INESPAL, operación pendiente de la obtención de un marco de suministro de energía en condiciones de plazo y precio acordes con las necesidades de la industria del aluminio.

## Conclusiones

La referencia para la política de privatizaciones en el caso español viene dada por el Acuerdo de Consejo de Ministros, de 28 de junio de 1996, en el que se fijan las bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado. El objetivo que se persigue con ese Programa es el fortalecimiento de la economía de mercado, así como la reforma y modernización del sector público, y la liberalización, el aumento de la eficiencia y competitividad global de la economía y la creación de empleo.

La base conceptual de dicho Programa es que el Estado, para garantizar los intereses económicos generales, debe procurar una continua mejora de eficacia en sus actuaciones, centrando sus esfuerzos y asignando los siempre escasos recursos públicos a las funciones que le son propias como poder soberano de una nación, entre las que no se encuentra su actuación como empresario.

Por tanto, la política de privatizaciones que se está poniendo en práctica tiene sentido en la medida que contribuye a la consecución de los objetivos señalados, habiéndose además diseñado, para la salvaguarda de los intereses públicos empresariales, un procedimiento de realización de la misma, que asegura tanto la recuperación de los recursos asignados, como el fortalecimiento de proyectos empresariales que, como consecuencia del proceso privatizador, van a cambiar la composición de su accionariado.

El camino iniciado, a la vez que permite liberar recursos públicos para su mejor asignación en favor de una mayor eficacia del Estado, fomenta el desarrollo de las capacidades y responsabilidades de los distintos agentes económicos y sociales, para alcanzar una sociedad más estable, consciente de que su futuro depende de sus propias decisiones y del empeño que ponga en hacerlas realidad.

## LA CONFIGURACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL EN ESPAÑA

---

M<sup>a</sup> TERESA LÓPEZ LÓPEZ Y ALFONSO UTRILLA DE LA HOZ  
 Prof. Titulares de Hacienda Pública  
 Universidad Complutense

### I. INTRODUCCIÓN

---

El papel que el sector público ha de desempeñar en una economía mixta es el de proveer a la sociedad de un conjunto de bienes y servicios públicos para los que, por razones muy diferentes, el sistema de mercado no realiza una provisión eficiente o mediante los que se pretende influir sobre la distribución de la renta y de la riqueza nacionales. Esta tarea es la razón de ser del conjunto de las administraciones públicas. Junto a este tipo de intervenciones de las administraciones públicas, existen un conjunto de actividades extrapresupuestarias significativas entre las que se encuentran las actividades de las empresas públicas, creadas o adquiridas por el sector público.

El objetivo de las páginas que siguen es presentar la configuración actual del sector público empresarial en España. Para ello este trabajo se estructura en tres secciones, En la primera se describe el sector público empresarial correspondiente al ámbito de la Administración central, en la segunda el relativo a las administraciones territoriales y en la tercera se recogen las líneas diseñadas por los actuales gestores públicos que definen el futuro de las empresas públicas.

Sin embargo, parece obligado comenzar definiendo el ámbito de estudio. La dificultad de clasificar las empresas públicas es considerable ya que los criterios que pueden ser utilizados para ello son muy diversos –jurídicos, económicos, contables, etc–. En la Constitución española de 1978 (art.128.2) se recoge la posibilidad de la iniciativa pública en el ámbito empresarial, pero esta intervención no es una actividad restringida únicamente a la Administración del Estado, ya que las administraciones territoriales, en el ámbito de sus competencias,

pueden actuar en este campo, mediante la creación o toma de participación en empresas. Esta realidad viene también expresada de forma explícita en su artículo 148.1 para las comunidades autónomas y en el artículo 86 de La Ley 7/1985, reguladora de las Bases de Régimen Local, para las Corporaciones Locales.

Según los criterios establecidos por la Contabilidad Nacional pueden diferenciarse cuatro tipos de agentes que son considerados como empresas públicas variando su existencia en función del ámbito territorial en el que nos movamos:

1. Servicios comerciales del Estado(1).
2. Algunos organismos autónomos comerciales, industriales, financieros y análogos(2).
3. Entes públicos(3).
4. Sociedades con forma mercantil(4).

### II. EL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL EN LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL

---

La etapa más reciente de la empresa pública estatal en España se inicia en junio de 1995 con el nacimiento de la Agencia Industrial del Estado (AIE) y la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), que vienen a reorganizar el sector público empresarial y que llevan consigo la desaparición de dos Institutos –el Instituto Nacional de Industria (INI) y el Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH)– que han sido elementos claves en la historia de la empresa pública en nuestro país. La creación posterior de la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (SEPPA) y la aprobación por el Gobierno, en Junio de 1996, del plan de

reestructuración del sector público empresarial completan el marco general en el que se sitúa actualmente.

El origen de la AIE y de la SEPI se encuentra en el INI y en el INH. El grupo INI, constituido el 25 de septiembre de 1941, se transforma en 1989 en una sociedad estatal que va desvinculándose progresivamente de los Presupuestos Generales del Estado hasta que, en 1992, se crea una sociedad anónima (Téneo) cuyo objeto social sería la administración de las empresas susceptibles de ser gestionadas con criterios empresariales homogéneos, aportando también los elementos patrimoniales que sirvieran de soporte a sus actividades. Alternativamente, se mantenía una sociedad estatal (INI, S.E.) que agrupaba a las empresas que necesitaban las ayudas públicas para mantener su actividad. El INH se creó en 1981 como un holding del Estado que desarrollaba su actividad empresarial a través de las empresas públicas vinculadas con el sector de los hidrocarburos y la energía. En 1987, como consecuencia de la reorganización realizada en el seno del INH, se creó el Grupo Repsol, cuya cabecera (Repsol, S.A.) participa de forma mayoritaria en más de 160 empresas y en otras 180 de forma minoritaria, siendo sus principales filiales: Repsol Explotación; Repsol Petróleo; Repsol Química; Repsol Butano; CAMPSA y Petronor. En diciembre de 1992 se aprobó la Ley de Ordenación del Sector Petróleo en la que se establecía el fin del monopolio español de petróleos, liberalizando el sector.

La AIE es un ente de derecho público con personalidad jurídica propia, sometida en la mayor parte de sus operaciones al derecho privado, y cuyo objetivo principal es la ejecución de las directrices del Gobierno en materia de reconversión y de reestructuración industrial, resúmenes especiales y derogaciones parciales de las normas comunitarias sobre competencia dentro del ámbito de las empresas de las que es titular. La AIE no puede endeudarse mediante operaciones financieras, ni avalar o conceder préstamos a sus empresas. Por lo tanto, la financiación de éstas se realizará mediante las transferencias que figuren en los Presupuestos del Estado y los avales que el Estado conceda a las mismas.

La SEPI se crea simultáneamente, con las empresas del grupo Téneo consideradas como rentables, Repsol y el resto de participaciones

accionariales cuya titularidad ostentaba el INH. Se configura como una sociedad estatal adscrita, como la AIE, al Ministerio de Industria y Energía, el cual ejercerá el control de eficacia sobre su actividad. Tiene personalidad jurídica propia y plena capacidad. Se trata de una sociedad tenedora de acciones de titularidad pública que se le transfieren, y por lo tanto no actúa como cabeza de grupo. Asume la deuda histórica del INI con el fin de regularizarla con los recursos obtenidos en el ejercicio de sus funciones. A diferencia de lo previsto para la Agencia, ni la SEPI ni las sociedades participadas por ésta podrán percibir ningún tipo de subvención o de cualquier otro tipo de aportaciones equivalentes, a menos que provengan de subvenciones y ayudas de carácter general a las que puedan acudir cualquier otra empresa dentro de una economía de mercado y de libre competencia. En julio de 1996, con la desaparición de Téneo, se completa la reorganización de la nueva sociedad.

La Dirección General del Patrimonio del Estado (DGPE) tenía atribuido el control de una parte de las empresas estatales, constituyendo Junto a la AIE y a la SEPI el esquema básico de reparto de titularidad de las empresas públicas no financieras a nivel estatal. La reciente creación de la SEPPA con la finalidad de agrupar determinadas empresas del Grupo Patrimonio para proceder a su privatización ha venido a cerrar la reestructuración del Grupo Patrimonio, encuadrado en el Ministerio de Economía y Hacienda, y cuya actuación se basa fundamentalmente en la Ley de Patrimonio del Estado de 1964, integrando una serie de empresas cuyos objetivos sociales abarcan un conjunto de actividades diversas. Entre las sociedades del sistema financiero se incluye, desde mayo de 1991, la Corporación Bancaria de España, S.A. (Argentaria). Esta sociedad, que tiene la consideración de Entidad de Crédito y estatuto de Banco, asumió la titularidad de las acciones de los Bancos Públicos pertenecientes al Instituto de Crédito Oficial, así como de la Caja Postal, S.A. y el Banco Exterior de España, S.A.

El conocimiento de las principales magnitudes económicas del sector público empresarial está condicionado por los recientes cambios en su configuración y la homogeneidad de la información disponible. Teniendo en cuenta estas circunstancias, los cuadros n<sup>os</sup>. 1 a 3 presentan las cifras más significativas para el ejercicio de

1995 de Téneo, la AIE y del Grupo Patrimonio que, junto con Repsol —la primera empresa por ingresos en 1995, con 2.554.780 millones de pesetas y 18.878 trabajadores— constituyen las piezas claves de las empresas públicas estatales. Como puede observarse, la presencia pública abarca una amplia serie de sectores productivos con distinta proyección y carácter estratégico.

La obligatoriedad de adjuntar los estados financieros y los presupuestos de explotación y capital de las sociedades estatales y entidades de derecho público en la documentación que el gobierno remite al Parlamento para la discusión y aprobación de los Presupuestos Generales del Estado, permite disponer cada año de una fuente de información adicional sobre la evolución y previsiones del entramado empresarial estatal.

De acuerdo con el balance de situación, el total del activo es especialmente significativo en la SEPI, cuyas empresas procedentes de Téneo y del Grupo Repsol superan los 4,17 billones de pesetas. Los fondos generados por las operaciones antes de subvenciones obtenidos en el cuadro de financiamiento<sup>(5)</sup> ponen de manifiesto las dificultades de muchas empresas para mantener sin ayudas su actividad. Así, resultan especialmente significativas las cifras negativas correspondientes a Enxidera Capital, Hunosa, Renfe y Rtve con un total de -533.794 millones de pesetas, cantidad que contrasta con los 557.640 millones previstos por las empresas incluidas en la SEPI. El conjunto de fondos obtenidos muestra una gran diferencia con el concepto anterior y pone de manifiesto el volumen de los recursos públicos aportados para el saneamiento de algunas empresas y el recurso al endeudamiento previsto por otras. Así, los fondos obtenidos previstos para 1997 en las empresas con fondos generados negativos ascienden, por ejemplo, a 274.661 millones de pesetas en la AIE, 338.254 millones en Renfe o 21.795 millones en Rtve.

El valor añadido<sup>(7)</sup> de cada empresa constituye un indicador de la importancia económica de su actividad. Por su orden de magnitud destacan las cifras correspondientes a la Corporación Siderúrgica (98.531 millones de pesetas), la SEPI consolidada (1.029.348 millones), Tabacalera (75.152), Renfe (72.200), AENA

(107.588) y Puertos de Estado y Autoridades Portuarias (71.926).

Los resultados antes de impuestos y subvenciones y los beneficios netos o pérdidas en el ejercicio de 1995 y las previsiones para 1996 y 1997 muestra la dimensión económica de los problemas empresariales en la AIE, con 178.722 millones de pérdidas esperados para 1997 sólo en la cabecera del holding empresarial o los 148.068 millones del ente público Rtve. Por el contrario, la SEPI consolidada espera incrementar sus beneficios hasta situarlos este año en 407.450 millones de pesetas.

Estas cifras individualizadas ofrecen una perspectiva empresarial del sector público estatal que, de forma agregada, adquiere unas proporciones muy importantes. Así, el cuadro núm. 4 recoge los indicadores globales de las empresas públicas contenidos en los Presupuestos Generales del Estado. La actividad económica de las empresas con participación pública alcanza los 8,34 billones de pesetas si consideramos sus presupuestos de explotación y capital, con unas aportaciones públicas totales de 712.071 millones de pesetas por distintos conceptos, unas pérdidas de 405.401 millones de pesetas y unos beneficios esperados de 429.632 millones de pesetas.

Finalmente, si a este conjunto empresarial unimos los Organismos Autónomos de carácter comercial y los entes públicos consolidables en los Presupuestos Generales del Estado, con un presupuesto de 1.685.734 millones de pesetas y con unas transferencias procedentes del Estado de 273.164 millones, tendremos una perspectiva global y actual de lo que, en términos de contabilidad nacional, se entiende por sector empresarial, dependiente en este caso de la Administración Central.

### III. EL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL EN LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES

El marco jurídico existente en la actualidad permite a las Administraciones Territoriales, y especialmente a las Comunidades Autónomas, una total autonomía para la gestión de sus respectivos intereses, pudiendo crear entidades de carácter territorial que se enmarcan en lo que hemos dado en definir como empresas públicas.



CUADRO NÚM. 1  
MAGNITUDES DEL GRUPO TÉNEO EN 1995  
(Millones de pts. y nº de trabajadores)

Sectores/Empresas/Porcentaje de participación	Ingresos	Exportación	Cash-Flow	Inversiones	Nº Empleos	Beneficios
Energía .....	999.610	2.761	333.829	150.289	18.358	161.713
Grupo Endesa (66,89%)						
Enusa (60%)						
Red Eléctrica (63,07%)						
Transporte Aéreo.....	676.695	444.639	56.758	18.406	35.203	-44.620
Grupo Iberia (99,93%)						
Aviaco (99,94%)						
Aeroespacial/Electrónica .....	170.156	108.159	15.051	7.359	12.125	3.961
Casa (99,28%)						
Grupo INDRA (83,3%)						
Aluminio/Celulosa y Minería .....	255.344	132.167	49.960	16.550	7.201	21.883
Grupo Inespal (98,66%)						
Ence (51,31%)						
Almagrera (99,98%)						
Potasas de Llobregat (100%)						
Suria K (100%)						
Bienes de equipo, Ing. y Construcción .....	152.314	42.897	4.002	2.624	5.903	3.486
Grupo BWE (100%)						
Ensa (100%)						
Grupo Auxini (100%)						
Initec (100%)						
Ini Medioambiente (100%)						
Transporte Marítimo .....	18.451	11.262	2.627	4.277	53	233
Grupo Elcano (100%)						
Servicios Financieros y Tecnológicos.....	77.130	3.405	12.833	1.300	359	4.638
Grupo Infoinvest (100%)						
Infoleasing (100%)						
Musini (41,28%)						
Sodian (80,29%)						
Sodiar (51%)						
Sodical (51%)						
Sodicaman (51%)						
Sodican (51%)						
Sodiex (61,2%)						
TGI (100%)						

Fuente: Grupo Téneo, Informe Anual.

Según el último censo de entes de las administraciones territoriales, el número total de entes que configuran el sector público empresarial en 1996, asciende a un total de 1.087, de los cuales un 65,68% pertenecen al ámbito de las corporaciones locales 34,42% restante al ámbito de las comunidades autónomas (cuadro núm. 5).

La Comunidad autónoma que tiene el mayor número de entidades que configuran el sector público empresarial es el País Vasco(78), seguido de Cataluña(47). Por el contrario, la Rioja, presenta el menor número de entidades(3).

Por lo que se refiere a las corporaciones locales casi el 95% de las entidades adoptan la forma de sociedades mercantiles, destacando por el elevado número de las mismas Andalucía(193) y Cataluña(179).

La falta de información y el retraso en la publicación de los resultados consolidados de las empresas públicas dependientes de las administraciones territoriales, hace difícil valorar los resultados de esta parte del sector público empresarial. Las últimas Cuentas de las Empresas Públicas elaboradas por la Intervención General de la Administración del Estado corresponden a los años 1991 y 1992 y en ellas

CUADRO NÚM. 2  
MAGNITUDES DE LA AGENCIA INDUSTRIAL DEL ESTADO EN 1995  
(Millones de pts. y nº de trabajadores)

Sectores/Empresas/Porcentajes de participación	Facturación	Inversiones	Nº Empleos	Beneficios
Construcción Naval.....	103.189	26.805	8.429	-90.500
- Astilleros Españoles (100%)				
- Astander				
- Juliana				
- Manises Diesel Engine Co.				
- Astano				
- Barreras				
Industria Militar				
- Bazán (100%)	59.560	2.735	7.691	-8.900
- Santa Bárbara (100%)	10.894	2.275	2.832	-27.600
Minería				
- Hunosa (100%).....	32.000	7.348	10.168	-27.200
- Figaredo (100%).....	3.000	1.078	780	-6.600
- Posusa.....	3.071	140	343	-100
Siderurgia				
- Corporación Siderúrgica (50%).....	340.311	26.806	11.762	29.100
- Presur (99,5%).....	360	236	167	-2.900
Otros				
- Productos Tubulares (100%).....	7.900	1.671	419	-6.500
- Acenor				
- Altos Hornos del Mediterráneo (100%)				
- AHV-Ensidesa Capital (50%)				-182.626

Fuente: Agencia Industrial del Estado.

se ha hecho un importante esfuerzo por ampliar el grado de cobertura alcanzado en el ámbito de estas administraciones. En concreto, se han recogido la práctica totalidad de las dependientes de las Comunidades Autónomas y se ha aumentado considerablemente el número de empresas controladas por las Corporaciones Locales, si bien, son éstas las que presentan un menor grado de cobertura debido a la falta de información(8).

Para la elaboración de estas Cuentas se utilizan los estados financieros que las empresas remiten a la Intervención General de la Administración del Estado, así como la información procedente de los cuestionarios que éstas mismas empresas cumplimentan. Para las rúbricas de "subvenciones a la explotación" así como para las "transferencias de capital" concedidas por el Estado se emplea la información suministrada por el SICOP (Sistema de información Contable para la Administración del Estado). Pero es preciso resaltar el carácter voluntario de la remisión de la información por parte de las entidades territoriales a la intervención, lo cual dificulta un tratamiento homogéneo del ámbito empresarial

público de este nivel de las Administraciones Públicas(9).

A partir del contenido de dichas cuentas se ha elaborado el cuadro núm. 6 en el que se recogen los principales indicadores económicos consolidados de todo el sector público empresarial en España por niveles de Administración Pública para el año 1992. Del mismo se desprenden algunos rasgos que merecen especial atención.

En primer lugar se observa un peso reducido del valor añadido bruto generado por las empresas públicas de carácter territorial en relación al total de empresas públicas (2,0%), siendo la mayor parte del mismo, producido en el ámbito de las Corporaciones Locales, que son, por otra parte, como se recogió anteriormente, las que tienen mayor número de entidades.

En relación a las subvenciones a la explotación, a las empresas de las Administraciones Territoriales llegan el 27,7% del total de las mismas y se concentran sobre todo en el ámbito de las Comunidades Autónomas. Algo simi-

CUADRO NÚM. 3  
MAGNITUDES DEL GRUPO PATRIMONIO EN 1995  
(Millones de pts. y nº de trabajadores)

Sectores/Empresas/Porcentaje de participación	Ingresos	Valor añadido	Cash-Flow	Inversiones	Nº Empleos	Beneficios
<b>Sector Financiero</b>						
Corporación Bancaria (50,1%) .....	1.118.398	261.698	135.773	88.428	16.715	74.197
Cesce (50,25%) .....	9.936	7.149	2.675	169	522	2.457
Sonavalco SRG (78,1%) .....	-	-14	-77	-	0	-24
Saeca (80%) .....	78	329	111	2	33	50
Cersa (21,28%) .....	7	794	706	-	12	403
<b>Sector Primario/Extractivas y Constructoras</b>						
Minas de Almadén (100%) .....	6.496	1.518	-719	340	621	-1.224
Expasa (100%) .....	1.067	893	266	137	295	11
Tragsa (20%) .....	52.490	26.080	2.741	1.124	8.653	1.748
<b>Sector Industrial</b>						
Cetarsa (79,18%) .....	5.931	3.964	910	128	881	468
Tabacalera (52,36%) .....	779.096	71.631	21.590	6.299	8.008	14.031
<b>Sector Servicios</b>						
Enausa (100%) .....	12.573	13.886	2.866	12.538	561	150
Segipsa (100%) .....	1.296	1.321	703	12	70	805
Emgrisa (100%) .....	599	453	162	654	54	21
Agencia EFE (99,79%) .....	11.402	8.743	320	3.728	1.125	-1.147
Transmediterránea (95,24%) .....	38.658	21.371	6.156	4.105	1.986	1.105
Alimentos y Aceites (74,07%) .....	12.774	1.872	146	822	251	-336
Telefónica de España (19,86%) .....	1.740.557	1.536.780	762.346	594.191	99.203	133.214
Senasa (100%) .....	1.762	1.341	433	1.270	125	-16
Paradores de Turismo (100%) .....	21.607	13.344	1.361	1.169	3.870	514
Merco (98,79%) .....	-	1.309	1.213	4	5	520
Aldeasa (80%) .....	40.186	11.503	4.882	2.147	1.209	4.014
Mercasa (42,66%) .....	7.317	6.657	2.687	1.301	1.189	849
<b>Instrumentales</b>						
Agesa (100%) .....	353	-2.905	-6.326	78	72	-19.499
Holsa (61%) .....	-9	15.624	404	2	6	-25
Improasa (100%) .....	17	652	-4	63	12	-7.908
Infehsa (85%) .....	-	1.502	356	-	5	369
Quinto Centenario (100%) .....	7	-39	-69	-	2	-1.072
Secegsa (100%) .....	383	133	9	-	14	0
Siepsa (100%) .....	180	38	-205	14.845	35	-218
Patrimonio I (100%) .....	82	1.167	894	-	0	776
Patrimonio II (100%) .....	111.049	108.991	71.802	-	-	70.869
Madrid 94 (100%) .....	4	54	23	-	2	29

Fuente: Memoria Grupo Patrimonio

lar a lo que sucede con las transferencias de capital recibidas, que suponen un 18% del total nacional, siendo de nuevo mayor el peso de las que llegan a las Comunidades Autónomas frente a las de las Corporaciones Locales.

El total consolidado muestra en todos los niveles de las Administraciones Públicas cifras positivas en sus niveles de ahorro y, por el contrario, cifras elevadas en su necesidad de financiación que se elevaba para el total nacional a 582.955 millones de pesetas, de los cuales casi el 10% se ha generado en las que se encuentran en el ámbito de las Corporaciones Locales y algo menos del 8% en las Comunidades Autónomas.

#### IV. CONCLUSIONES

La incidencia del sector público en la actividad empresarial ha sufrido un viraje radical a lo largo de esta última década. Si durante años fue creciendo paulatinamente, ahora emprende el camino contrario, no sólo mediante la venta de empresas públicas, sino reduciendo las regulaciones de los mercados o cediendo a la iniciativa privada actividades tradicionalmente estatales. La firma de los Acuerdos de Maastricht y la realidad de la Unión Europea obliga a una redefinición del papel que la empresa pública debe jugar en este nuevo contexto económico y social. Sin embargo, no debe olvidarse que la empresa pública además de empresa

CUADRO NÚM. 4  
LAS EMPRESAS PÚBLICAS EN LOS PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO 1997  
(Millones de Pts.)

Clases de Empresa	Presupuesto Explotación y Capital	Beneficios	Subvenciones Explotación	Aportaciones de Capital	Subvenciones de Capital	Pérdidas
Sociedades Estatales .....	5.960.612	372.482	2.802	345.530	27.843	102.074
Entidades de Derecho Público .....	1.536.717	30.178	167.514	–	142.088	147.969
Entes Públicos no consolidables .....	845.981	26.972	12.826	–	23.468	155.388
Total.....	8.342.310	428.632	173.142	345.530	193.398	406.401
Agentes consolidados en los PGE .....	Presupuesto	Transferencias recibidas de los PGE		Otras Transferencias recibidas		
Organismos Autónomos Comerciales .....	1.530.457		169.030			919.383
Entes Públicos .....	155.277		104.134			22.317

Fuente: Presupuestos Generales del Estado.

CUADRO NÚM. 5  
CENSO DE ENTES DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL AUTONÓMICO Y LOCAL. 1996

	C.C.A.A.			C.C.LL.		Total
	OO.AA.CC.	Entes Públicos	Empresas Públicas	OO.AA.CC.	Soc. Mercantiles	
Andalucía.....	–	7	27	4	193	231
Aragón.....	1	1	6	1	17	26
Asturias.....	–	4	11	–	10	25
Baleares.....	–	9	7	–	8	24
Canarias.....	1	2	22	2	36	63
Cantabria.....	–	1	6	–	4	11
Castilla y León.....	–	2	15	–	15	32
Castilla-La Mancha.....	–	–	–	1	9	10
Cataluña.....	9	19	19	22	179	248
Extremadura.....	–	1	15	2	17	35
Galicia.....	2	3	13	–	9	27
Madrid.....	4	4	19	1	36	64
Murcia.....	1	5	7	3	12	28
Navarra.....	–	–	29	–	6	35
País Vasco.....	–	2	76	1	67	146
La Rioja.....	–	–	3	–	–	3
Comunidad Valenciana.....	3	8	9	2	49	71
Ceuta.....	–	–	–	1	3	4
Melilla.....	–	–	–	–	4	4
Total.....	21	68	284	40	674	1.087

Fuente: Dirección General de Coordinación con las Haciendas Territoriales. Censo de Entes. 1996.

es pública, lo que significa que deberá de encontrar –en este contexto económico más abierto– el equilibrio entre esos dos elementos que, en muchas ocasiones, se han considerado como incompatibles y han dado lugar a una conjunto de empresas de “segundo orden” donde las pérdidas económicas se consideraban como necesarias para el desarrollo de sus actividades.

En este contexto, el Gobierno aprobó, en junio de 1996, el denominado “Programa de modernización del sector público empresarial” en el que se recogen medidas tendentes a poner en marcha un plan de privatizaciones

que dará lugar a una profunda reforma de este sector en España. Así, se propone dar un giro al papel hasta ahora desempeñado, fomentando la entrada de la iniciativa privada en la prestación de servicios públicos en un amplio abanico de sectores.

Los objetivos básicos de dicho plan se podrían resumir en cinco:

1. Ordenar y potenciar el sector industrial público.
2. Destinar gran parte de los beneficios de las empresas a la amortización de deuda pública.

CUADRO NÚM. 6  
 PRINCIPALES INDICADORES DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL  
 CONSOLIDADO POR NIVELES DE ADMINISTRACIÓN SEGÚN LAS CUENTAS DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS. 1992  
 (Millones de Pesetas y porcentaje)

	Total AA.PP.(1)	CC.AA. (2)	CC.LL. (3)	(2+3) = (4)	(%) (4) / (1)
Valor añadido bruto .....	5.267.958	16.710	89.681	106.391	2,0
Subvenciones a la explotación .....	525.777	120.449	25.371	145.820	27,7
Ahorro bruto.....	501.709	8.469	9.116	17.585	3,5
Transferencias de capital recibidas .....	557.725	87.810	12.626	100.436	18,0
Formación bruta de capital fijo.....	1.355.434	111.069	62.059	173.128	12,8
Necesidad de financiación.....	-582.955	-44.524	-56.828	-101.352	17,4

Fuente: Cuentas de las Empresas Públicas. Intervención General de la Administración del Estado.

3. Efectuar recortes en las subvenciones concedidas a las empresas públicas.

4. Mejorar el rendimiento de aquellas empresas que continúen siendo de propiedad pública.

5. Favorecer la entrada de capital español en el proceso de privatizaciones.

El documento aprobado no contiene un plan concreto ni una forma de actuación determinada, pero del mismo se desprende que al calendario que podría estar inicialmente previsto fijaría cuatro momentos claves que corresponderían igualmente con cuatro tipos de empresas públicas:

1. En un primer momento se procederá a poner en venta las participaciones estatales en las empresas que son consideradas como "inmediatamente privatizables" ya que son muy rentables, y con excelentes resultados en Bolsa. Dentro de este grupo se encontrarían empresas como Repsol, Gas Natural, Telefónica (que ya se ha llevado a cabo), Argentaria, Tabacalera o Transmediterránea.

2. En un segundo grupo se encontrarán empresas que actúan en sectores regulados por el Estado y que deberán ser desregularizados antes de su privatización. Son fundamentalmente Endesa y Red Eléctrica.

3. Un tercer grupo, agrupará empresas cuya privatización se prevé a más largo plazo y agrupa aquellas en las que se están produciendo procesos de ajuste, por ejemplo Iberia, Casa o Babcock Wilcox.

4. Por último un cuarto grupo de empresas serían aquellas no privatizables por cuestiones

sociales o estratégicas pero que podrían mejorar sus rendimientos como por ejemplo Astilleros, Santa Bárbara o Hunosa.

La puesta en marcha de este Programa se llevará a cabo a través de las dos sociedades tenedores de las acciones (SEPI y SEPPA), la AIE y un Consejo Asesor de privatizaciones.

#### NOTAS

(1) Carecen de personalidad jurídica propia e independiente de la del Estado, destinando su producción mayoritariamente a sectores distintos de las Administraciones Públicas.

(2) Son entidades de derecho público, creadas por ley, con personalidad jurídica y patrimonio propios, independientes de las de la Administración, cuya finalidad es realizar alguna actividad económica o administrar bienes públicos. Esta figura aparece recogida en los tres ámbitos de las administraciones públicas.

(3) Éstos se contemplan dentro del marco estatal bajo dos formas distintas: como entidades de derecho público, artículo 6.1.b) del Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria de 1988, con personalidad jurídica, que por ley han de ajustar sus actividades al ordenamiento jurídico privado y, de otro lado, los entes recogidos en el artículo 6.5 como otros entes públicos, que se regirán por su normativa específica. Dentro del ámbito autonómico, en el que también se da esta categoría de entes públicos, pueden definirse como aquellas entidades que actúan dentro del derecho privado y cuya creación está prevista en los distintos estatutos de autonomía.

(4) En este caso el capital es mayoritariamente de las Corporaciones Locales y de las Comunidades autónomas o Estado, lo que se traduce en Sociedades de capital público local, Sociedades de capital público autonómico y Sociedades estatales (art. 6.1.a) ) del Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria.

(5) *Cash-flow* de actividades ordinarias más gastos o ingresos extraordinarios menos aumento de necesidades operativas de fondos.

(6) Fondos generados por las operaciones más recursos

externos obtenidos (aportaciones y subvenciones de capital, subvenciones de explotación, endeudamiento, etc).

(7) Valor de la producción menos aprovisionamientos y gastos externos y de explotación.

(8) Véase Cuentas de las Empresas Públicas 1991-92. Intervención General de la Administración del Estado.

(9) En relación con aspectos metodológica sobre las Cuentas de las Empresas Públicas, puede verse Barea Tejeiro, J. y Corona Ramón, J. (1996).

#### BIBLIOGRAFÍA

Ariño Ortiz, G. y López de Castro, L. (1995), "Coste y financiación privilegiada de las empresas públicas en España", *Presupuesto y Gasto Público* nº 16.

Argimón, I. (1996), "La nueva organización de la empresa pública y su impacto presupuestario", *Economistas*, nº 69.

Banco de España, *Informe Anual*, varios años.

Barea, J. y corona, JF. (1996), "La reforma de la empresa pública", *Papeles de Economía Española*, nº 60, tomo II.

Fernández Segura, A. (1996), "El nuevo marco del sector público industrial: la Agencia Industrial del Estado", *Economistas*, nº 69.

Girbau García, JC. (1995), "La empresa pública en España: un nuevo marco jurídico", *Presupuesto y Gasto Público*, nº 16.

Laguna de la Paz, JC. (1995), "La empresa pública autonómica: aspectos jurídicos", *Presupuesto y Gasto Público*, nº 16.

López López, M<sup>a</sup> y Utrilla de la Hoz, A. (1996), (3<sup>a</sup> edición), *Introducción al Sector Público Español*, Editorial Cívitas.

Ministerio de Economía y Hacienda (1996), *Presupuestos Generales del Estado para 1997*.

Salas Collantes, J. (1995) "Permanencia y cambio en el sector público empresarial español: el INI y Téneo", *Presupuesto y Gasto Público* nº 16.

VV.AA. (1995), "Reorganización de la empresa pública en España. Cuadernos de Información Económica nº 101/102. Agosto-septiembre.

VV.AA. (1995), "Privatizaciones", *Economistas* nº 49.

## CUATRO OPINIONES SOBRE LA PRIVATIZACIÓN DE EMPRESAS PÚBLICAS EN ESPAÑA

---

El interés y actualidad del tema de la privatización de empresas públicas, que constituye el contenido prioritario de este número, ha llevado a *Cuadernos*, a pedir su valiosa opinión a un conjunto de expertos, diferentes de los que contribuyen directamente con su artículo o colaboración en un afán de enriquecer la información de los lectores.

Se ha pretendido obtener cuatro visiones distintas y complementarias, la del Ministerio de Economía y Hacienda —representada por el Secretario de Estado de Economía y el Director General de Política Económica—; la del Tribunal de Defensa de la Competencia, cuya actitud de estímulo en la reforma de los mercados es bien conocida —la posición recogida es la de su Presidente—; la de un gran banco —Argentaria— que ha vivido directamente el proceso, opinión que firma su Consejero—Delegado, y finalmente, la visión crítica desde la Universidad, que en esta ocasión interpreta el profesor de la Universidad Pompeu Fabra Benito Arruñada.

A todos ellos la gratitud de *Cuadernos de Información Económica* por su gentil contestación al cuestionario que, con carácter indicativo, les fue sometido.

El conjunto de preguntas formuladas y las respuestas ofrecidas, las encontrará el lector en las páginas que siguen.

### PREGUNTAS

---

1. *Entre los objetivos que inspiran habitualmente los procesos de privatización, se encuentran los de reducir el endeudamiento público y "generar caja", incrementar la eficiencia económica del sistema, y difundir la propiedad entre los pequeños inversores y los propios empleados de*

*las empresas. ¿Qué opina sobre la vigencia de estos objetivos, explícita o implícita, en el actual proceso de privatización español?*

2. *El proceso privatizador español ha afectado hasta ahora a empresas con beneficios y con tradición y prestigio frente a los mercados de capitales. Quedan pendientes de abordar, sin embargo, empresas cuyos sectores de operación deben ser liberalizados como paso previo a su privatización; empresas que deben reestructurarse para garantizar su competitividad futura, y empresas en pérdidas, con déficit permanentes y que precisan las subvenciones públicas para subsistir. ¿Cómo podrían afrontarse los problemas inherentes a la eventual privatización de cada uno de esos grupos de empresas públicas?*

3. *Las privatizaciones de empresas públicas españolas coinciden en el tiempo con los planes privatizadores de otros países europeos, sobre todo en los sectores antes considerados "estratégicos": transporte, telecomunicaciones y energía. ¿Cómo afectará esa coincidencia cronológica a la reacción de los mercados de capitales y a su capacidad para absorber unos elevados volúmenes de colocaciones?*

4. *Los resultados de las empresas privatizadas, vista la experiencia internacional disponible hasta el presente, suelen ofrecer un panorama ambiguo en términos de productividad, rentabilidad, empleo y servicio a clientes y usuarios. ¿Qué efectos espera se produzcan en el caso español? Y en ellos, ¿tendrá más importancia el cambio de propiedad, o el incremento de la competencia, la reestructuración, y el cambio de los sistemas de incentivos y de control que suelen acompañar a las privatizaciones?*

5. *¿Qué opina acerca de la utilización simultánea, en el caso español, de los núcleos esta-*

*bles" y de las acciones con "derechos especiales"? La participación de entidades de depósito en los primeros ¿alterará de alguna forma el modelo de relación banca-industria vigente?*

6. Finalmente, y en su opinión, ¿subsiste alguna justificación para la pervivencia, con mayor o menor peso, en la economía española de un sector público empresarial estatal? ¿Y en el ámbito de las administraciones autonómicas local?

**CRISTÓBAL MONTORO**  
Secretario de Estado de Economía

**LUIS DE GUINDOS**  
Director General de Política Económica y  
Defensa de la Competencia

1. El fin fundamental de la política de privatizaciones es el incremento de la eficiencia económica, puesto que busca no sólo la mera transferencia de propiedad, sino que pretende modificar el conjunto de derechos de propiedad de la empresa, de manera que se genere un nuevo sistema de reglas de funcionamiento que altere los incentivos de la empresa y, en última instancia, su propio comportamiento.

Se trata, pues, de un mecanismo cuyo objetivo último es dotar al sector empresarial de la eficiencia suficiente para hacer frente a los continuos Cambios estructurales derivados de la globalización de la economía mundial. En este contexto, las empresas deben estar en condiciones de adaptarse a transferencias de unos sectores a otros en términos tanto del factor trabajo como del capital físico. La existencia de un entramado extenso de empresas públicas, que, en ocasiones, viven aisladas de la competencia y conectadas al Presupuesto del Estado, podría bloquear las necesarias adaptaciones a un entorno cambiante. Sin embargo, la empresa privada, al estar sujeta a la restricción clara del mercado de capitales y a los riesgos de pérdida de clientes y de una potencial adquisición por parte de sus competidores, tiende a ser más eficiente que la empresa pública y, por tanto, más capaz de enfrentarse a los cambios en su entorno.

Por tanto, el proceso de privatización tiene como objetivo la potenciación de un sector empresarial eficiente y dinámico, elemento funda-

mental para conseguir un crecimiento sostenido de la economía a largo plazo.

2. En todo proceso de privatizaciones debe realizarse un análisis caso por caso, de manera que en las empresas en que sea preciso se tomen las medidas necesarias para preparar el cambio de propiedad. Así, en algunos casos será necesario disminuir previamente la dependencia estructural respecto a las ayudas públicas y desarrollar planes de saneamiento que aseguren la futura viabilidad privada de la empresa, considerando asimismo las implicaciones y costes económicos, sociales y sobre el empleo.

3. Resulta evidente que el proceso español de privatizaciones se enmarca dentro de una tendencia internacional a la reducción de la participación del Estado en el sector empresarial. Esta coincidencia temporal podría significar una cierta dificultada adicional a todo el proceso. Sin embargo, como ya se ha demostrado en casos recientes, una privatización que se realice de manera profesional y transparente tiene altas probabilidades de ganarse la confianza de los inversores internacionales, obteniendo así el éxito preciso. De hecho, en el caso español, todas las operaciones hasta ahora realizadas han obtenido, como mínimo, un resultado satisfactorio, sin que existan limitaciones por el lado de la demanda.

4. Los efectos que se espera provocar en el proceso de privatizaciones están directamente relacionados con los objetivos perseguidos. Por tanto, como ya se ha expuesto en preguntas anteriores, el principal efecto que se pretende tengan las privatizaciones es un incremento de la eficiencia de las empresas afectadas, con el correspondiente impulso a su productividad y a su capacidad competitiva. En la obtención de estos efectos, todos los factores planteados son relevantes, como el incremento de la competencia, la reestructuración o el cambio en el sistema de incentivos. Sin embargo, probablemente el elemento central que explica la mejora de la eficiencia es, en último término, el cambio de propiedad, que es el factor que permite garantizar un comportamiento independiente de la empresa, determinado exclusivamente por su interés particular y no por consideraciones que no sean estrictamente empresariales.

5. En primer lugar, debe destacarse que la utilización simultánea de estas dos formas de propiedad no es nada excepcional en el marco internacional. En segundo lugar, el objetivo perse-



guido con este tipo de estrategias es, exclusivamente, garantizar que exista una participación estable del capital privado en las empresas privatizadas, sin prejuzgar con ello si dicho capital debe provenir de entidades financieras o de otra naturaleza. El proceso de privatizaciones no se ha disonado pretendiendo impulsar ningún modelo predeterminado de relaciones banca-industria, puesto que éste dependerá exclusivamente de las decisiones tomadas por el sector privado.

6. En el ámbito estatal, la justificación de la existencia de un sector público empresarial se limita a actividades muy específicas, como las que aún se consideran estratégicas, aquellas de interés público o las que se ocupan de la provisión de determinados servicios sociales. Los argumentos de mayor eficiencia de la empresa privada frente a la pública son aplicables en cualquier nivel de las Administraciones Públicas, por lo que las razones que justifican la pervivencia de empresas públicas estatales deben ser también aplicadas a la existencia de empresas públicas en otros ámbitos administrativos.

#### AMADEO PETITBO

Presidente del Tribunal de Defensa de la  
Complutense

1. La definitiva integración económica y monetaria constituye un reto histórico para nuestro país. Por ello, no cabe duda de que el objetivo del Gobierno de cumplir los requisitos de convergencia nominal establecidos en el Tratado de Maastricht, requiere la privatización progresiva del sector público empresarial. Y no sólo como consecuencia de la necesidad de reducir el peso relativo del déficit público. Debe destacarse la relevancia del objetivo de eficiencia empresarial. Un país es competitivo si sus empresas son competitivas. Y no cabe duda de que la privatización debe contribuir de forma destacada a alcanzar dicho objetivo. En este último caso será el mercado el que procederá a indicar las asignaciones de recursos más eficientes. Especialmente si la operación tiene lugar tras la liberalización de los sectores correspondientes.

2. Aunque existe una amplia diversidad de empresas públicas, sin embargo, el análisis sobre los objetivos que se pretenden conseguir con su privatización debe superar los límites de dicha diversidad. El objetivo fundamental debe ser la mejora de la competitividad empresarial. Y dicho

objetivo exige que las distorsiones al funcionamiento del mercado sean mínimas o, aún mejor, nulas.

Las administraciones públicas deben contribuir al objetivo de la competitividad reforzando la eficiencia de los mecanismos de mercado. Sin embargo, el Tribunal de Defensa de la Competencia ha considerado que, desde el punto de vista de la competencia, la privatización no es esencial si a) se mantiene la separación total entre reguladores y recreados; b) las empresas públicas quedan sometidas a las mismas reglas de competencia que las empresas privadas del sector, y, c) las empresas públicas no reciben un trato distinto en relación con las empresas privadas del sector y se garantiza su plena transparencia financiera en relación con las administraciones públicas.

En otros términos: no se cuestiona la titularidad de las empresas sino el reforzamiento del papel del mercado. El objetivo a perseguir debe ser la intensificación del clima de competencia y de rivalidad entre empresas y factores de producción y el fomento de la flexibilidad empresarial para adaptar sus estrategias a un entorno cambiante. En este proceso no debe haber diferencias entre las empresas públicas y las empresas privadas. El papel de las administraciones públicas debe limitarse a prever el futuro y a facilitar la rápida adaptación de las empresas a dicho futuro. Y dicho papel debe prescindir del apoyo de las ayudas públicas dado que constituyen un elemento distorsionador de la competencia. O, en el caso de que las ayudas sean necesarias, deben subordinarse a lo previsto en el Tratado de Roma.

3. El calendario de ventas se ha diseñado de acuerdo con las pautas generales de los procesos de privatización desarrollados en otros países. No obstante, el elevado valor del conjunto de las participaciones empresariales enajenadas puede imponer dificultades al éxito de determinadas colocaciones en bolsa de empresas menos atractivas. De hecho, las colocaciones *estrella* cuentan aparentemente con un número suficiente de demandantes tanto dentro como fuera de los núcleos accionariales estables definidos en cada caso. Sin embargo, las empresas menos atractivas para los inversores, ya sea por su menor dimensión, su inferior rentabilidad, o por pertenecer a sectores intervenidos en los que existen incertidumbres acerca del definitivo marco regulador, pueden encontrar problemas en su proceso

privatizador. En cualquier caso, el mercado será el elemento de referencia y, en consecuencia, será necesario adaptarse al mismo.

4. La relación causal entre privatización e incremento de la productividad y de la rentabilidad, crecimiento del empleo y mejora del servicio a los clientes y usuarios no siempre se ha cumplido. Este hecho no es sorprendente en si mismo. También se registran conductas y resultados distintos en las empresas privadas con tradición en el mercado. Hay empresas públicas eficientes que continuarán siendo eficientes. Y empresas públicas no eficientes que serán eficientes. Otras, probablemente, tendrán dificultades. Lo racismo sucede con las empresas privadas. Incluso en ocasiones las empresas han sido mas eficientes tras su adquisición por las administraciones públicas. En cualquier caso, el árbitro debe ser el mercado y no un elemento anónimo.

No cabe duda que en el caso español el impacto de la competencia será relevante. Los ejemplos del transporte aéreo de viajeros y del mercado de las telecomunicaciones han sido testigos de dicha relevancia. En pocos meses el panorama en dichos mercados se ha modificado de forma significativa y su modernización y mejora han sido evidentes. No se debe olvidar que las participaciones publicas sometidas a éste proceso, a corto plazo, pertenecen a empresas rentables que operan desde hace muchos años en competencia con otras empresas en sus mercados. En este punto, es posible realizar tres matizaciones: en primer lugar, que no se debe confundir gestión pública empresarial con regulación o explotación de monopolios; en segundo lugar, que los criterios de actuación de las empresas públicas deben ser los mismos que los de las empresas privadas, y, finalmente, que dichos criterios se resumen en una gestión empresarial eficaz en la búsqueda de la máxima rentabilidad. Un instrumento para alcanzar estos objetivos es la privatización. Sin embargo, si en paralelo a este proceso no se produce una revisión y adaptación de la regulación de los mercados en los que actúan determinadas empresas publicas, la privatización puede no alcanzar los objetivos de incremento de la eficiencia buscados. Y desde el punto de vista de la competencia los efectos mas perversos tienen lugar cuando el proceso de privatización se traduce en un monopolio o refuerza significativamente la posición de dominio de las empresas adquirientes de la empresa privatizada.

5. Desde el punto de vista de la competencia en si, el desarrollo de núcleos accionariales estables afectara a su funcionamiento al incrementar la posición de dominio de determinadas empresas o grupos económicos. El propio presidente del *Consejo Consultivo de Privatizaciones* ha señalado que los núcleos duros, en sentido estricto, no parecen un sistema adecuado, prefiriendo la alternativa concurrencial. Los núcleos duros deben responder a los criterios de competencia y, caso de existir, debe ser el mercado el elemento de referencia.

La utilización simultánea de las acciones con derechos especiales y de los núcleos estables es una operación de política industrial que debe realizarse con cautela y prudencia. No cabe duda de que ambas medidas se complementan dado que, como quiera que los núcleos duros pueden dejar de serlo bajo determinadas circunstancias, las acciones con derechos especiales permiten a las autoridades públicas controlar el futuro de ciertas empresas. Los cautelas y prudencia mencionadas se explican en relación con los efectos de estas actuaciones sobre el mercado.

Finalmente, el nuevo modelo banca-industria resultado de la utilización de estos instrumentos de control societario supone un cambio considerable en las estrategias tradicionales de la banca española, ya que desde mediados de los años setenta, la experiencia de la banca mixta habla desembocado en un escaso interés de la entidades financieras por la toma de participaciones en el capital de las empresas españolas.

6. La defensa de los intereses públicos constituye una de las funciones de las administraciones públicas. En la propia Exposición de Motivos de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, se afirma que *"la defensa de la competencia, ...de acuerdo con las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación, ha de concebirse como un mandato a los poderes públicos que entronca directamente con el artículo 38 de la Constitución"*. Y, en consecuencia, el objetivo de la Ley 16/1989 es: *"...garantizar la existencia de una competencia eficiente y protegerla frente a todo ataque contrario al interés público..."*.

Ciertamente la eficiencia empresarial es independiente de la naturaleza de la propiedad. En unos casos son mas eficientes las empre-

sas públicas y en otros las empresas privadas. Sin embargo los elementos de referencia fundamentales deben ser la repercusión de la ineficiencia y los efectos de la competencia. En el caso de las empresas privadas dicha repercusión recae sobre los accionistas privados. En el caso de las empresas públicas los efectos de la ineficiencia en su caso, se dejan sentir sobre los ciudadanos a través de los presupuestos públicas. Y se dispone de evidencia suficiente de empresas públicas cuya eficiencia futura, de no reconvertirse completamente es imposible. Se trata de empresas cuya existencia es un claro ejemplo de mala utilización de los recursos Su futuro depende de decisiones públicas lícitas. Pero en el análisis deben combinarse tales elementos con la racionalidad económica. Y dicha tarea no es sencilla.

Sin embargo, la cuestión fundamental reside en los efectos negativos sobre la competencia que en determinados casos provoca la presencia en el mercado de empresas públicas que disponen de privilegios en relación con las empresas privadas Y, en ocasiones, puede ocurrir que una empresa ineficiente con privilegios empuje fuera del mercado a una empresa sin privilegios. De ser así estaríamos ante una estrategia alejada de la racionalidad económica. El mismo argumento puede ser aplicado al caso de las empresas privadas titulares de privilegios.

**FRANCISCO GÓMEZ ROLDÁN**  
Consejero Delegado de Argentario

1. Estoy de acuerdo que, en general, estos tres puntos responden bien a los objetivos que inspiran en proceso privatizador.

2. Creo que cada una tiene su problemática, desde ventas a accionistas de control que les puedan sanear, hasta empresas que deban ser reconvertidas anteriormente o, incluso, algunas que no se podrán privatizar.

3. Hay dos razones que nos hacen optimistas para la absorción de demanda de las privatizaciones:

1) El bajo entorno de tipos de interés ayuda a la mayor apetencia por acciones. Además, todo el ahorro que se está produciendo en las econo-

mías de los pequeños inversores y que cristaliza en su entrada en fondos de inversión, hace que el mercado doméstico se haya convertido en una fuente clave de demanda.

2) Los inversores internacionales siguen creciendo y también aumentando su inversión en activos españoles.

4. Claramente el cambio del entorno competitivo ante la UE y la liberalización de los mercados van a determinar el futuro de las empresas españolas privatizadas.

Las empresas españolas que están en esta primera fase de privatización, llevan años preparándose y operando con éxito en entornos competitivos (Telefónica es un claro ejemplo de ello).

Somos optimistas ante la capacidad de estas empresas a competir. De hecho, muchas de sus homónimas europeas, salvo las inglesas, se encuentran en un estado "burocrático" mucho mayor que las españolas.

5. Los núcleos duros, como tales, no existen, ya que los accionistas que participan en el capital de estas empresas participan por motivos "no políticos" sino empresariales. Creemos que es más conveniente hablar de accionariado estable.

El nuevo entorno de tipos de interés y la legislación sobre participaciones en el capital, hace que en estos momentos resulte más atractivo a bancos y cajas a invertir paquetes significativos en la industria. En este sentido, si que se está alterando el modelo banca industria.

Sobre acciones con derechos especiales creo que en industrias que afectan al interés social, el Gobierno debe tener cierta tutela. Pienso que las medidas tomadas en este sentido son razonables.

6. Esta pregunta no se puede contestar drásticamente, aunque es cierto que el Estado y el resto de administraciones públicas en aquellas competencias transferidas, no deben tener participación en sectores donde la libre competencia sea eficiente.

**BENITO ARRUÑADA**  
**Catedrático de Organización de Empresas.**  
**Universidad Pompeu Fabra**

---

1. El actual proceso de privatización español parece más motivado por la necesidad de reducir el endeudamiento público y "generar caja". Otros posibles objetivos, como podrían ser los de incrementar la eficiencia económica del sistema y, menos aún el de difundir la propiedad entre los pequeños inversores y los propios empleados de las empresas no parece que representen un papel importante. Ni siquiera parecen hacerlo como disculpa y, aún menos, como garantía de irreversibilidad. En esta materia, el papel más protagonista es el de los imperativos de la convergencia europea.

2. En el caso de las empresas con posición de dominio en el mercado, éste debería ser liberalizado como paso previo a su privatización. Es crucial en este sentido poner en marcha con rapidez una liberalización auténtica, la cual pasa sobre todo por levantar las barreras a la entrada, pero también por perseguir el abuso de posiciones dominantes. Se plantea por ello un conflicto entre el objetivo potencial de liberalizar y el de atenuar la restricción presupuestaria. En competencia, no es descartable que algunas de estas empresas alcanzasen valor negativo si no se adaptaran con rapidez. Desgraciadamente, el grupo de las empresas que deben reestructurarse radicalmente para garantizar su competitividad futura puede ser más amplio de lo que indican sus actuales cifras contables, debido a que venden en mercados cautivos. En cualquier caso, es urgente la liberalización, pues sin ella las posibilidades de reestructuración, por ejemplo, se han demostrado muy insuficientes. Es el caso, por ejemplo, de Iberia. Conviene conocer si los trabajadores de empresas, como Iberia están o no dispuestos a esa reestructuración o, por el contrario, prefieren exprimirla hasta el punto en que sea definitivamente inviable.

En el caso de las empresas que presentan pérdidas contables y déficit permanentes, y que precisan de subvenciones públicas para subsistir, se debería separar el problema productivo del distributivo. Además, habría que investigar la conveniencia de abandonar la conformación de estas dependencias públicas como empresas. Tratándolas como simples órganos de las administraciones públicas tal vez se lograra un control más efectivo de su gasto (en algunas, el gasto es la única variable real-

mente importante, dado el exiguo valor de su producción). Por ejemplo, la congelación salarial ha sido aplicada hasta ahora de forma laxa en estas empresas. Si la ciudadanía dese mantener un "PER" en otros sectores, debe hacerse. Pero, puesto que se hace para mantener rentas, debe discutirse junto con los demás "PER". Tal vez así se consigan decisiones más justas y se evite el actual trato discriminatorio de situaciones esencialmente similares: trabajadores de baja cualificación a los que, según sean mineros o agrícolas, se les garantizan niveles de renta con un diferencial que puede llegar al siete a uno. Sería también necesario que los contribuyentes conociesen mejor las condiciones económicas que se han negociado para las jubilaciones anticipadas en algunas de estas organizaciones.

3. No creo que esta coincidencia suponga ninguna limitación importante. La demanda de títulos en la reciente privatización de acciones de Telefónica así lo indica. Si bien esa demanda ha sido fundamentalmente nacional, la demanda es elástica, sobre todo la internacional: no hay una limitación intrínseca de fondos, sino que su disponibilidad depende del precio.

4. Puesto que se están privatizando monopolios y se reserva un grado importante de control público, no es de esperar que haya cambios espectaculares, al menos a corto plazo. Ciertamente, observaremos, y de hecho así ha ocurrido ya en los últimos años, cambios cosméticos, del tipo de las campañas publicitarias que prometen alta calidad, en lugar de conseguirla. El problema se retrotrae a una pregunta anterior: la competencia habría de ser prioritaria y tanto en el mercado de productos como en el control societario.

Los núcleos estables pueden reducir drásticamente la competencia por el control. La consecuencia es que se tolera el conformismo de los máximos directivos y se retrasa la adopción de las medidas de reestructuración que algunas de estas empresas necesitan con urgencia. En esa situación, tan sólo puede actuar el mercado de productos como mecanismo disciplinario. En el mejor de los casos su actuación es más lenta, al carecer de la capacidad de anticipación que exhiben los mercados de capitales y de control. En el peor de los casos, estas empresas gozan de tales posiciones de dominio del mercado que la entrada de competidores efectivos es muy difícil. En otras pala-

bras: los núcleos duros son especialmente inadecuados cuando no se liberalizan los mercados de productos. A decir verdad, es también cierto que poca gente confía en la dureza real de algunos de tales núcleos.

5. La participación de entidades de depósito en los "núcleos duros" es probable que altere el actual modelo de relación banca-industria en el sentido de reforzar y concentrar la presencia de la banca en grandes empresas. Esto puede ser peligroso, por dos motivos: por un lado, puede dificultar la liberalización auténtica de sus mercados; por otro lado, en el largo plazo, puede hacer más difícil que se aplique el filtro de supervivencia

a esas empresas, si no son capaces de adaptarse a la competencia.

6. La Administración pública estatal haría bien en concentrarse en regular la competencia de estos sectores. Vista con algo de perspectiva, la actividad empresarial de las administraciones autonómicas y locales tiene aún menos sentido, por haberse iniciado cuando ya era casi unánime la incompatibilidad entre propiedad pública y eficiencia productiva. Desgraciadamente, mientras estas administraciones funcionen sin una auténtica responsabilidad fiscal, seguirán comportándose con cierta dosis de frivolidad, tanto en éste como en los demás capítulos de gasto.



# Economía Internacional

---

## LA PRIVATIZACIÓN EN LOS PAÍSES DEL ESTE. POSIBLES LECCIONES PARA LOS DEL OESTE

---

José Luis Ugarte

Tales lecciones se impartirían en todo caso muy a distancia. En los países del Este se está intentando nada menos que la resurrección del mercado y de la empresa privada. En los occidentales, lo que está en juego es, más modestamente, una rectificación de fronteras, con mayor o menor retroceso de las del Estado. Pero la lógica económica parece aproximadamente la misma en todas partes, cualesquiera sean las situaciones de hecho; de manera que alguna relevancia tendrá para la problemática de la privatización en las economías occidentales la que a propósito de ella se plantea en la transición sistémica. Presunción que constituye el pretexto de la presente nota.

### Economía mixta frente a utopías

---

Como sistema económico, el socialismo de tipo soviético ha sido una utopía a medias realizada, valga la contradicción. Fallida en lo fundamental –y habiendo quedado tan distante de la abundancia distribuida según las necesidades que prometía–, llegó en cambio hasta muy cerca de lo que intentaba en lo instrumental. Es decir, en la supresión del mercado y de la propiedad privada de los medios de producción y en su reemplazo por la planificación central de la economía. Fue el sistema soviético un "sueño de la razón", de los que engendran monstruos. Destruyó tanto los precios que permitían el cálculo económico como los incenti-

vos para actuar de forma económicamente racional. Al igual que los antiquísimos cuentos de Calleja, la planificación central creó una suerte de mundo al revés: un sistema extraordinariamente apropiado para transformar un máximo de *inputs* en un mínimo de *output* final aprovechable para algo. A juzgar por la experiencia con ella reunida a lo largo de cuatro a seis decenios –y tal es la gran lección que proviene del Este– no puede haber invasión económicamente más catastrófica que la del conjunto de una economía nacional por su propio Estado. Aunque, en rigor, esta invasión no fue total en el socialismo soviético. Subsistió en él, por ejemplo, un importante mercado negro, y el propio Stalin toleró a los *koljozniki* un margen de explotación privada, los otrora famosos "acre y vaca".

Ahora bien: el propio fracaso de la utopía soviética parece advertirnos de que sería incurrir en la utopía contraria propugnar una supresión del sector público. Lo que, por otra parte, no se propone hoy de verdad por nadie serio; sólo por algunos extremistas o talibanes del neoliberalismo menos liberal. Una economía civilizada no puede consistir sólo en una agregación de mercados (y de supermercados e hipermercados). Necesita esta economía, para funcionar debidamente, de un gran número de bienes y servicios públicos y cuasi-públicos (desde la seguridad ciudadana y la administración de justicia a la protección del medio am-

biente o del derecho al honor). Precisamente en las economías post-soviéticas se está hoy comprobando, de la manera más convincente posible, que la reconstrucción del mercado requiere imprescindiblemente la simultánea rehabilitación, reconstrucción y redefinición del sector público. En ellas, se hace muy patente que sin un marco legal adecuado y sin las apropiadas instituciones públicas –sin Código de Comercio, tribunales de justicia, banco central etc.– no hay mercado viable, y aún menos mercado eficiente. El impresionante derrumbamiento experimentado por la economía rusa ha sido, ante todo, un derrumbamiento del Estado en cuanto marco institucional de la economía. Es increíble, pero parece hartamente cierto que la economía rusa, y Rusia en su conjunto, están hoy, en gran medida, en manos de la delincuencia organizada (que, a la rusa, actúa de manera desorganizada, afortunadamente). En los países más occidentales del Este –en Chequia, Polonia, Hungría, países bálticos–, la reconstrucción del Estado y de su oferta de bienes y servicios públicos ha estado y está avanzando a la par que la recuperación económica, y es uno de los factores causales de esta última.

En verdad, todas las economías presentables que en la historia han sido se han configurado como sistemas mixtos de sectores privados, públicos e intermedios. La Catedral se erigía junto al mercado; la villa romana, sólida empresa privada, se ubicaba a la vera de la no menos sólida calzada, y así sucesivamente. En una ocasión, la Sra. Thatcher –nunca lo hubiera dicho un Gladstone– dictaminó que "la sociedad no existía". Multitud de historiadores y sociólogos han pensado lo contrario. Por el sólo hecho de existir, una sociedad genera demandas que exigen instituciones públicas y dan origen a la expectativa de un mínimo de cohesión y solidaridad social.

Por otra parte, cómo negar que en los últimos decenios el sector público, amén de devorar casi en su integridad las economías del Este, ha tenido un desbordado crecimiento también en las occidentales. Es bien sabido que en estas últimas el peso del gasto público en el PIB ha aumentado en unos veinte puntos porcentuales desde 1950; ha llegado a un 45% de él como media, que ha sobrepasado en numerosos países. Parece ya, a primera vista, que el intento de reducir este obeso sector público debe estar ampliamente justificado. Sin

embargo, reducción, adelgazamiento y depuración no son lo mismo que supresión. Cabe propugnar, si se quiere, un "Estado mínimo", pero sabiendo muy bien que este mínimo es esencial y que tendrá normalmente bastante volumen. Lo más importante no es precisar exactamente dónde deba ponerse la frontera o marca entre lo público y lo privado; muchas actividades e instituciones pueden funcionar tan bien (o tan mal) en un sector como en el otro. Lo esencial es que el mercado sea, por su parte, competitivo y que el sector público esté, por la suya, bien administrado. Una adecuada combinación de mercado y Estado parece así la condición de posibilidad de la buena salud y del *buon governo*, como el pintado en el famoso fresco, de las economías nacionales.

### Propiedad y productividad de las empresas

La existencia de un sector público productor de bienes y servicios también públicos es, pues, indispensable. Ocorre, sin embargo, que las empresas públicas propiamente dichas, occidentales o soviéticas, raramente se ocupan de la producción de genuinos bienes públicos. Son estas empresas, en realidad, un anexo del sector público, mucho más que una parte necesariamente integrante de él. Lo que ofrecen a los ciudadanos son las mercancías y los servicios ordinarios normales y corrientes, bienes privados de consumo o uso excluyente y divisible, que no generan especiales externalidades y que pueden ser objeto normal de compraventa en el mercado. Se diferencian estos *outputs* de los ofertados por la empresa privada, sobre todo, en que, por lo general, son producidos a mayor o mucho mayor coste.

El análisis y, sobre todo, la experiencia nos dan abundantes razones para esperar que, en la provisión de estos bienes y servicios privados, comerciales y ordinarios, las empresas privadas sean mucho más eficientes que las públicas. La sabiduría popular las resume en proverbios lapidarios, como el de que "el ojo del amo engorda el caballo", con paralelos en todos los idiomas.

Pero es a la historia, y no a la lógica económica, a quien toca explicar la gran expansión experimentada por la nómina de las empresas públicas desde, por lo menos, principios de los



años treinta hasta fines de los setenta. Forman parte de tal historia no sólo las ideologías, opuestas entre sí pero todas acusadamente estatistas, imperantes durante un largo medio siglo. Hubo además muchas razones pragmáticas en favor de la empresa estatal. La nacionalización de las empresas fue, a menudo, la manera de evitar o disimular su quiebra, muy especialmente durante la crisis de los años treinta. En los países menos desarrollados, se recurrió a la empresa pública como medio de acumulación de capital e instrumento predilecto del nacionalismo económico y del apoyo a la "industria naciente". Y habrá que no echar en saco roto las magníficas oportunidades que un extenso censo de empresas públicas ofrece a la clase política para el ejercicio del poder: del muy gratificante de nombramiento y empleo, de remuneración, mecenazgo y auto-remuneración, etcétera.

Es patente que el péndulo de la Historia se desplaza en dirección contraria, y está reduciendo este censo de empresas públicas desde hace ya unos tres lustros; sin que, quizá, se esté demasiado seguro de por qué la oscilación se produce precisamente ahora. Quizá no haga falta mucha explicación: simplemente se ve en las empresas públicas el componente menos justificado y comparativamente más extirpable de un sector público cuyo volumen es, a todas luces, excesivo.

Parece, en todo caso, seguro que la privatización, por muchos argumentos en favor de ella que existan, no constituye una panacea de fácil uso. Sus beneficios serán mayores o menores (o podrán transformarse en pérdidas) según como se haga, el contexto en el que se inscriba y otras muchas circunstancias. Poco se ganará, por ejemplo, sustituyendo mediante ella un ineficiente monopolio público por otro abusivo privado, ni cambiando la subvención otorgada a través del Presupuesto a una empresa pública por la concedida mediante la protección frente a la concurrencia a la privatizada. Los políticos, incompetentes empresarios, pueden ser sustituidos por ejecutivos demasiado avispados en el arte de desvalijar al accionista. Las empresas públicas padecen, por serlo, y en grado muy intenso, el llamado problema del agente/principal, de la discrepancia de intereses entre el principal (que sería el conjunto de la ciudadanía, en este caso) y el agente, sus directivos y empleados. El problema, ciertamente, también se da, aunque en menor grado,

en las empresas privadas, en especial en las grandes empresas constituidas en sociedades anónimas. (La única que en rigor no lo sufre es la empresa unifamiliar, como la tienda de que era propietario, y a la vez administrador, el padre de la Sra. Thatcher, establecimiento comercial al que cabe atribuir un gran papel en los orígenes y explicación del thatcherismo). La privatización alcanza su pleno sentido sólo cuando la empresa privatizada pasa a operar en un mercado suficientemente competitivo.

La transición sistémica ha permitido comprobar abundantemente (en sentido positivo y negativo), en las economías del Este, que para dar los frutos de ella esperados la privatización ha de estar acompañada de la liberación de las fuerzas de oferta y demanda. En particular, ha de conjuntarse estrechamente con la "libertad de entrada" de terceros en los sectores productivos de que se trate. Aquí la lección oriental se muestra particularmente clara. Es esta libertad de entrada lo que ha Posibilitado el mayor éxito, hasta ahora, de la transición: el impresionante incremento del número de pequeñas empresas privadas de nueva planta. No son éstas, en rigor, empresas privatizadas, puesto que antes no existían, pero su eclosión ha sido decisiva para la privatización del conjunto de las economías nacionales. Por otra parte, muchas grandes empresas se someten muy difícilmente a las disciplinas de la competencia. Constituyen técnicamente monopolios, que hay que considerar "monopolios naturales", a menudo porque operan a través de redes de distribución, transporte o transmisión que, a diferencia de las carreteras y autopistas, no pueden ser compartidas por terceros ni tiene sentido duplicar. (Aunque los avances de la tecnología lo están permitiendo, como ocurre hoy en las telecomunicaciones). En relación con estos monopolios naturales, la privatización ha de quedarse muchas veces en simple concesión administrativa, y la empresa privatizada en "compañía arrendataria" de un monopolio, como las numerosas que se establecieron en España en tiempos de Primo de Rivera, y que todavía duran, habiendo gozado raramente del aprecio de consumidores y usuarios. Estas concesiones forzosa-mente deben acompañarse, para evitar el abuso, de una extensa reglamentación o regulación que autorice las tarifas, imponga condiciones mínimas de servicio, etc.; con lo que se vuelve, en gran medida, al punto de partida, con resultados no necesariamente mejores que los registrados antes de la privatización.

La evidencia empírica, o así considerada, de los efectos de la privatización sobre productividad, rentabilidad y eficiencia de las empresas es —como suele serlo— ambigua e insuficiente. Hay, por supuesto, muchas maneras de medir y comparar estos efectos, que pueden arrojar resultados bastante divergentes. Hay mejoras que pueden tener la contrapartida del empeoramiento en la situación de consumidores y usuarios o de la reducción de sus presumibles excedentes; o deberse a simples elevaciones de precios y descensos en la calidad de los bienes producidos y servicios prestados. La experiencia reunida con privatizaciones recientes es, en cualquier caso, todavía demasiado breve. En las economías del Este, la gran conmoción, el terremoto que supone el cambio sistémico no permiten que, por el momento, tengan gran sentido los intentos de medición detallada de productividades. Es evidente que la privatización, principalmente la que ha sido consecuencia de la libertad de entrada de las empresas, ha cambiado por completo el aspecto y, seguramente también, la realidad de las economías post-soviéticas; y claramente para bien, en cualquier caso para bien de los ciudadanos en cuanto consumidores. En las economías occidentales, las consecuencias de la privatización se han estudiado especialmente en el Reino Unido, en donde a las dificultades que ofrece de por sí el examen de la materia se une la reluctancia característica de los estudiosos británicos para llegar a cualesquiera conclusiones que lo sean demasiado (\*). Sin embargo, todas estas ambigüedades no parecen contradecir gran cosa lo que haría esperar el sentido común y la evidencia llamada anecdótica (es decir, por lo general bastante visible y tangible). La privatización mejora sustancialmente la eficiencia de las empresas, aunque no siempre y de forma automática. La mejora puede ser fingida, por la cuenta que tiene a las autoridades privatizadoras y a las empresas privatizadas; pero en la mayoría de los casos será real, aunque en grado muy difícil de determinar y a veces sólo modesto. La privatización puede muy bien llevar al establecimiento de monopolios privados que se comportan aún peor que los públicos, pero lo normal es que lleve a empresas más productivas y dispuestas a admitir que el cliente puede tener razón. Las mejoras se lograrán normalmente a plazo mayor que el inmediato, y en virtud de las consecuencias de la privatización sobre la inversión y la innovación. Las mejoras de productividad y rentabilidad logradas por la privatización per-

sisten y tienden a hacerse mayores con el paso del tiempo; no suele ocurrir así con las conseguidas por las empresas públicas no privatizadas, fruto de esfuerzos esporádicos tras los que las empresas y las autoridades que en ellas mandan vuelven a las andadas, y de nuevo sacrifican la eficiencia a otros objetivos.

En buena lógica, el simple cambio en la titularidad de los derechos de propiedad de una empresa puede no alterar, o altera muy poco, la realidad de su funcionamiento efectivo. El determinante próximo de la eficiencia no está en la relación de propiedad, sino en la exposición de la empresa a las exigencias de la competencia y en la respuesta que dé a ellas. Por otra parte, sin un cambio en tal régimen de propiedad, sin privatización, es de temer que el mercado no llegue, en la práctica, a ser suficientemente real. Es muy distinto "jugar el juego del mercado", procurando atenerse a sus principios y criterios, que jugarse de verdad el propio dinero. No es lo mismo actuar "como si" se fuera el propietario que serlo de verdad, y de verdad quedarse con los beneficios y sufrir las pérdidas, en moneda contante y sonante.

### Privatización y apropiación del capital

En las economías del Este, la privatización lleva consigo un traspaso masivo a manos privadas de un patrimonio público, que constituía la totalidad o gran mayoría del total existente. En las economías post-soviéticas, hay que reinventar y restablecer el mercado y el capitalismo en ausencia de capitales y capitalistas, al menos inicialmente.

¿Cómo conseguirlo? ¿Cómo transferir las empresas de tipo soviético a unos potenciales compradores privados que carecen de recursos para adquirirlas? Una respuesta adecuada a esta pregunta tendría que ser muy compleja y larga; cabe sin embargo abreviarla, aunque sea a costa de caricaturizarla mucho. Para resolver este singular problema de la reinención del capitalismo, el principal y más original procedimiento hasta ahora intentado en el Este no es otro que el regalo. La propiedad de las empresas soviéticas se está distribuyendo en forma de acciones y de manera gratuita, o casi gratuita, y en porciones iguales, a toda la población del país (mayor de edad; en rigor, no se ve por qué se han excluido los niños). Este "gran reparto", como hubieran dicho quizá los

anarquistas andaluces de antes de la guerra, puede considerarse también una mera devolución: el capital ahora distribuido había sido acumulado, al fin y al cabo, a costa de todos los ciudadanos. La presente nota no puede entrar ni en los aspectos técnicos de este procedimiento de distribución, ni en las muchas y difíciles cuestiones que deja pendientes. Entre ellas, la de cómo lograr la "governabilidad" de empresas propiedad de un accionariado en extremo difuso. Según los observadores que se muestran más pesimistas, este género de privatización sin contrapartida puede quedarse en una bastante surrealista distribución de muchos millones de títulos-valores, desprovistos de valor, entre millones de ciudadanos; lo que dejaría la cuestión aproximadamente en donde estaba al principio.

En las economías occidentales, la privatización implica un traspaso patrimonial de volumen mucho menor y mucho más manejable (aunque hay casos excepcionales, como el de Chile, que merecería un estudio exhaustivo). Así, la privatización británica —que se considera la más relevante de las europeas— ha disminuido el valor añadido generado por las empresas públicas en sólo un 5% aproximadamente del PIB, y hasta un 6% del total. En las economías capitalistas maduras, parece que siempre se encontrarán, o se acabarán encontrando, compradores privados solventes para las empresas públicas puestas a la venta que sean rentables, por lo menos viables. Pero ¿qué hacer con las, probablemente en algunos países muy numerosas, que no lo sean? ¿Regalarlas, aplicando así otra posible lección recibida del Este? Nada menos que Samuel Brittan, gran guru del *Financial Times*, ha argüido en favor de la distribución gratuita como método de privatización también en las economías occidentales. (En España, podría combinarse con alguna forma de lotería, cuyos resultados son los únicos que entre nosotros se tienen siempre por justos, lo que permitiría una distribución de la propiedad privada menos difusa). Pero habrá empresas públicas que nadie quiera ni regaladas. Intentar reconvertirlas y rehabilitarlas antes de su privatización, o incluso después de ella, como se ha hecho en la antigua RDA, puede prolongar indefinidamente la situación. En Alemania, esta reconversión está requiriendo enormes subvenciones, instrumentadas de muchas formas. Sería probablemente preferible declarar las empresas inviables formalmente en quiebra y proceder a su liquidación y a la

venta de aquellos de sus activos que aún puedan venderse. ¿Quién pone el cascabel al gato y, en especial, al problema planteado por las plantillas excedentes?

Aunque la privatización sea comparativamente fácil en las economías occidentales desarrolladas, también en ellas constituye una intrincada problemática toda la relativa al cuándo, cómo y con arreglo a qué métodos llevarla a cabo, extremos que aparecen además rodeados de multitud de incertidumbres. Aparte del objetivo básico de mejorar la eficiencia, los propósitos de la privatización —de lo que serán en realidad muy diferentes privatizaciones según los países y los sectores productivos— pueden ser muchos y contradictorios: difundir la propiedad del capital, incrementar la rentabilidad financiera de las empresas, preservar o aumentar los excedentes de que gozan por consumidores y usuarios, etc. Los intereses afectados son también diversos y pueden resultar muy encontrados: los de la Hacienda o las haciendas públicas, los de los trabajadores empleados por la empresa, los de sus directivos, los de la clientela y los proveedores. ¿Cuál será la secuencia preferible: la que parte de una reestructuración previa a la privatización o la contraria, en que la reestructuración se inicia con la privatización? ¿Es preferible privatizar mediante la emisión y suscripción de acciones, mediante la salida a Bolsa, o bien a través de negociaciones directas con grupos inversores (con los inversores llamados "estratégicos"), mediante la venta de las empresas a otras ya existentes? ¿Hasta qué punto conviene privatizar gradualmente, ganando experiencia en el proceso, pero también prolongando sus incertidumbres? ¿Tiene sentido que las autoridades se reserven (mediante una "acción de oro") un derecho de veto sobre ciertas decisiones básicas o estratégicas de la empresa privatizada? ¿Será siempre la empresa vendida a más alto precio necesariamente la mejor vendida? Una manera de afrontar todas estas difíciles cuestiones puede consistir en ignorarlas, en privatizar primero y averiguar después qué es lo que se ha hecho, para qué y cómo. Tampoco puede darse por seguro, sin embargo, que la privatización salga mucho mejor por pensársela mucho: está rodeada de demasiadas incógnitas.

Con frecuencia, se da por sentado que recaudar fondos para la Hacienda pública constituye uno de los principales objetivos, o el único, que en el fondo cuenta de la privatización. Éste

es un enfoque de la cuestión casi necesariamente erróneo. La venta de una empresa pública no genera ingresos fiscales propiamente dichos; se limita a cambiar la composición del patrimonio público neto, es de esperar que para mejorarla. Va contra toda filosofía hacendística sensata y contra el sentido común que, salvo en especialísimas circunstancias, los ingresos así obtenidos se empleen en sufragar gastos públicos corrientes o en posibilitar su incremento. Parece claro que la reducción de la deuda pública o la financiación de inversiones productivas son sus únicos destinos justificados. La gran operación privatizadora que fue en España durante el siglo pasado la desamortización constituyó, en definitiva, un gran fracaso porque se acompañó del desbordado aumento de la deuda pública, en cuyo incremento se sitúa, probablemente, una de las explicaciones claves del debilísimo desarrollo de la economía española durante la mayor parte del siglo XIX.

Es inevitable –para mencionar otra dimensión mayor de la problemática de la privatización– que a orillas del gran río revuelto que ésta constituye surja una turbamulta de pescadores ávidos de ganancia, lícita o ilícita. La privatización puede transformarse con facilidad en un extenso coto de pesca y de caza para la feliz actuación en él de toda clase de iniciados y enterados, para el soborno, el cohecho y la malversación. En las sociedades post-soviéticas, la vuelta al capitalismo supone tal convulsión que ya la distinción misma entre lo regular y lo irregular se hace en extremo difícil. Se afirma, al parecer con mucho fundamento, que en varias economías post-soviéticas la privatización ha consistido, en gran medida, en una apropiación, a menudo mucho menos que legítima, de los activos públicos apetecibles por quienes los apetecían, y gozaban, en medio de la confusión, de una posición adecuada para satisfacer sus apetencias. Como ya advirtió Marx –quien quizá tendría algunos motivos para corroborar algo de lo que opinaba sobre el capitalismo a la vista de lo que ocurre en la vuelta a él–, el capital puede venir al mundo en condiciones más bien traumáticas. Por otro lado, es también cierto que en países como el Reino Unido la privatización ha transferido patrimonios importantísimos respetando de manera escrupulosa la corrección, la transparencia y la limpieza de los procedimientos. Más sorprendente es que en España la desamortización decimonónica –que no acertó, como se acaba de ver, en lo fundamental– parezca ha-

berse desarrollado sin (o con poca) corrupción, lo que sin duda ha de constituir un gran ejemplo y estímulo para nuestros privatizadores contemporáneos.

Queda aún un aspecto de la privatización que no por ser el último de los aquí mencionados es el menos importante: el de las resistencias sociales y políticas a que la privatización ha de enfrentarse. Los obstáculos de este orden pueden complicar aún mucho más una problemática económica y jurídica que, como se ha ido viendo, nada tiene de simple. Es verdad que, en el plano ideológico, la empresa estatal y el monopolio público de los medios de producción encuentran hoy muy contadas adhesiones, tanto en el Este como en el Oeste. En el Este, hasta los partidos comunistas que subsisten o que han –resurgido incluido el que se profesa más abiertamente involucionista, el ruso– suelen mostrarse suficientemente dispuestos a una acomodación con el resurgimiento, o más bien eclosión, de la pequeña empresa privada y con la privatización de las grandes; lo que la opinión pública parece considerar deseable, por lo menos a medias, y, en cualquier caso, inevitable. Pero, en el plano de los hechos, las actitudes pueden ser muy otras. Los directivos y trabajadores empleados en las empresas estatales orientales y occidentales que se intenta privatizar se oponen de manera generalmente rotunda al intento. La privatización suprime o pone en peligro los puestos de trabajo –especialmente, cuando el conjunto de la economía nacional no está registrando una creación neta de empleo–, así como los *status* profesionales y las remuneraciones a ellos correspondientes. Ha de tenerse en cuenta, por añadidura, que en la empresa pública –en alto grado en las de tipo soviético, especialmente durante los últimos años– opera un elemento de autogestión a menudo muy marcado. En ausencia de un propietario suficientemente definido, la dirección y el gobierno de la empresa –en la medida en que alguien los ejerce– quedan en manos de la tripulación, por así decirlo, de sus empleados. La empresa la llevan –aunque tampoco constituyan sus dueños definidos– quienes de hecho están en ella. La privatización ha de superar tales inercias y resistencias, que pueden ser muy fuertes; con frecuencia, ha de llegar, en la práctica, a alguna suerte de compromiso que ofrezca compensaciones a la plantilla de la empresa privatizada. Una de las ofrecidas con frecuencia en el Este ha consistido en el acceso privilegiado de

sus directivos y empleados a la propiedad formal de la empresa privatizada, en el marco de la distribución gratuita de sus acciones. En sí, el que las empresas sean para quienes las trabajan —y que su propiedad se transfiera de manera preferente a quienes están empleados en ellas— parece razonable. No lo es mucho, sin embargo: una distribución planteada de esta forma favorece injustificadamente a quienes tengan la fortuna de estar empleados en empresas dotadas de voluminosos patrimonios netos. Perjudica a todos los demás, sobre todo a quienes no estén empleados en ninguna, pero que también han contribuido, en cuanto contribuyentes, a su financiación.

\* \* \*

Sería excesivo pretender llegar aquí a unas conclusiones, tras esta superficial ojeada —lanzada mirando de soslayo hacia el Este— a la vasta problemática de la privatización. Hagan sus veces unos cuantos comentarios, de intención recapitulativa, pero basados en no mucho más que el sentido común.

1) La privatización no suple la ausencia de una política económica de amplio ámbito, dirigida a la liberación y flexibilización de la economía en su conjunto, a su apertura al exterior y a la reforma de su sector público. Debería alarmar un programa de privatización que consistiese sólo en ella. El mero traspaso de activos públicos a la propiedad privada puede perfectamente ser contraproducente. En las economías en transición, la privatización forma parte de un cambio sistémico de enorme envergadura y con muchas otras dimensiones. En las occidentales desarrolladas, la privatización no alcanza su pleno sentido —y podrá no tenerlo mucho— salvo que se inscriba en el marco de una política económica coherente con ella, suficientemente meditada y bien diseñada. La privatización no es una panacea. Por lo demás, la privatización no es sólo cuestión de política económica, que ha de tener base amplia y estar bien trazada, es además, y muy en primer término, una cuestión de economía política. La privatización produce beneficiarios y perjudicados, a corto, medio y largo plazo, aunque es de esperar que muy a la larga beneficie a todos. El arte de privatizar consistirá, en muy considerable medida, en acertar a contener los perjuicios, compensar de alguna forma a los perjudicados y buscar un consenso político y social en torno a la privatización.

2) La reforma y mejora del funcionamiento del sector público que siga siéndolo —es decir, de la mayoría de sus instituciones y actividades no empresariales— habrían de ser inseparables de la privatización. La oferta de bienes y servicios públicos condiciona críticamente la eficiencia de los mercados mismos y eso, por sí misma, un determinante decisivo de los niveles de bienestar. Esta nota no ha entrado en las técnicas que hoy se están ensayando para, simultáneamente, reducir las dimensiones del sector público no empresarial y aumentar su eficacia. Van desde un cálculo mucho más riguroso de costes y beneficios hasta la adopción de mecanismos de cuasi-mercados o de "mercados internos" —así, en la enseñanza y en la sanidad— que permitan la definición de precios y cuasi-precios representativos de relaciones de escasez. Se ha vuelto sobre una distinción— ya conocida, por supuesto, desde hace largo tiempo— entre la financiación de un servicio público y su provisión material: aunque la primera corra a cargo del Presupuesto, la segunda puede contratarse con una empresa privada concesionaria. Se trata de una privatización parcial que ofrece, claro está, tanto inconvenientes como ventajas.

3) No se aprecia ya hoy —suponiendo que las haya habido en el pasado— ninguna razón convincente para que el sector público se dedique a otra producción que la de bienes y servicios públicos, tales como la seguridad ciudadana, la administración de justicia o la protección del medio ambiente. La oferta de bienes privados la llevan a cabo mucho más eficientemente las empresas también privadas. Ciertamente que la distinción entre bienes públicos y privados es mucho más fácil de postular que de llevar a la práctica, y que muchos bienes y servicios tienen ingredientes de ambos elementos.

Mucho conviene aquí, en cualquier caso, no dejarse dar gato por liebre. Lo decisivo no es la titularidad de la propiedad, sino la productividad y la competitividad. Protegidas de la competencia las empresas privadas pueden ser tan ineficientes como las públicas o más, aunque muy probablemente lo pueden disimular mejor, gracias a mayores gastos en imagen (nefasta palabra) y relaciones públicas. La empresa monopólica que continúe siéndolo tras la privatización ha de someterse a la crítica más rigurosa, así como a la adecuada regulación. Es muy posible que, al cabo, se descubra que, desde el punto de vista del interés general, no merecía demasiado la pena privatizarla.

4) Privatizar para, simple o principalmente, recaudar ingresos públicos con que hacer frente a gastos públicos corrientes es grave irresponsabilidad; debería considerarse una suerte de delito fiscal. Privatizar para reducir la deuda pública puede ser un acierto. Hacerlo para evitar que la deuda crezca aún más de lo que ya esté aumentando puede ser contraproducente, al ofrecer, de hecho, mayores oportunidades para que tal aumento no se detenga. Es nefasto que el objetivo principal de la privatización sea el de allegar fondos al Tesoro, como hace más de un siglo y medio explicó en España un Flórez Estrada, con tanta lucidez como falta de éxito.

5) Malo será que se malvendan las joyas, más o menos auténticas, de la corona o de la familia, peor aún será que se roben. Es obvio que la privatización puede ofrecer espléndidas oportunidades para la apropiación indebida y el enriquecimiento súbito, y no sólo en los países del Este, si bien en estos últimos parecen estar siendo muy notables. Pero la experiencia —ciertas experiencias, al menos— muestran también que un proceso de privatización, incluso en muy gran escala, puede llevarse a cabo de forma suficientemente transparente y regular. Mucho dependerá de múltiples factores, algunos de ellos económicos, como la profundidad y flexibilidad del mercado de capitales de que esté dotada o se sepa dotar una economía. Otros representan causas más sutiles: la moral pública de que un país goce y el grado de respeto espontáneo a la ley que caracterice a sus gobernantes y gobernados.

\* \* \*

La privatización es expoliación, dicen la pancarta y la pegatina. La objetividad obliga a reconocer que puede serlo. Las empresas privatizadas pueden ejercer un poder de monopolio, sin inhibiciones y abusivamente. Rentabilidad no será siempre sinónimo de eficiencia.

Cabe que las empresas públicas y sus activos se malvendan o se apropien indebidamente. Todo ello puede ocurrir, luego es seguro que ocurrirá, con mayor o menor frecuencia, según los países.

Pero la privatización puede, asimismo, constituir una excelente oportunidad de conseguir mejoras muy sustanciales en el funcionamiento de las empresas afectadas y en el conjunto de las economías. Puede abrir las puertas a la concurrencia en los mercados de productos y factores y en el de las empresas mismas, en cuanto unidades productivas. La privatización sustituye la intervención del poder político, proclive a tantas formas de distorsión, despilfarro y corrupción, por el anónimo mecanismo del mercado, donde lo que cuentan son los precios y los costes, no las intrigas, influencias y recomendaciones. Libera al sector público de tareas superfluas y le permite concentrarse en las que constituyen su deber, a menudo descuidado, en la provisión de bienes y servicios públicos.

El más importante de los requisitos para conseguir que la privatización sea un éxito es, posiblemente, una aguda conciencia de que puede no serlo. Gran mérito tendrán los gobiernos y opiniones públicas que la tengan.

#### NOTAS

(\*) Lo que muestran, en entre otros muchos, D. Parker, "Privatisation ten years on", en N. M. Healey (de.), *Britain's economic miracle*, Londres, 1993; J. Vickers y G. Yarrow, *Privatisation. An economic analysis*, Londres, sexta de., 1995; I. Vogelsang, "The United Kingdom", en A. Galag y M. Shilley (eds.), *Does privatisation deliver?*, Washington, 1995, y M. Wright y S. Thompson, "Divestiture of public sector assets", en P. M. Jackson y C. M. Price, *Privatisation and regulation*, Londres, 1994.

## EL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN EN EUROPA. DOS PASOS ADELANTE UN PASO ATRÁS

Zulima Fernández  
Universidad Carlos III de Madrid

### Introducción

Es difícil resumir en pocos rasgos las características que definen el proceso privatizador en Europa y en el momento presente. Ha pasado por tantas fases, se ha desarrollado como consecuencia de la búsqueda de tan distintos objetivos, que es difícil –y peligroso– generalizar. Pese a ello, tal vez sea posible apuntar alguna idea general, en el bien entendido de que no deja de ser una aproximación muy genérica a un problema que ha asumido casi tantas formas como empresas han sido vendidas y mercados se han abierto a la competencia(1).

En primer lugar, parece que ya no existe un movimiento generalizado de repulsa o sorpresa, en el mejor de los casos, hacia el proceso privatizador. Las diferentes formas que adquiere (venta, desregulación de mercados) se entienden como algo natural, sin que sean patrimonio de ninguna ideología; lo cual no quiere decir que esto suponga necesariamente una aceleración del proceso. A diferencia de lo que ocurrió cuando Thatcher emprendió su campaña desnacionalizadora a finales de los setenta, no se discuten ahora las ventajas de la privatización, ni se detectan los actos de contestación, tan comunes en otras épocas, como no sea entre los más directamente afectados por la venta de la empresa pública, previsiblemente como consecuencia de la pérdida de privilegios que anticipan. Antes al contrario, se acepta con bastante facilidad que las empresas públicas presentan unos problemas congénitos de gestión que se traducen en ineficiencias y en demandas permanentes de fondos que los gobiernos cada vez encuentran más difícil satisfacer.

En realidad es el propio estudio sobre la empresa pública y las razones que justifican su

aparición, el que se ha visto sometido a cambios radicales, en la medida en que se dedica ahora más atención al análisis de los problemas de ineficiencia derivados de su estructura de propiedad que a los fallos del mercado que justificarían su aparición. Más aún, y paradójicamente, muchos países de Extremo Oriente están privatizando la provisión de servicios públicos, como la oferta de agua potable, ante la evidencia de que no disponen de los recursos requeridos para financiar la infraestructura necesaria y la aceptación implícita de que la gestión privada mejorará la eficiencia y con ella las condiciones de prestación del servicio(2).

El fenómeno de la privatización, pues, se ha difundido ampliamente en todo el mundo: más de 80 países se habían contabilizado en 1992 (Kikeri *et al.*, 1992). en términos generales, podría decirse que el Estado reduce su intervención directa en la vida económica; reduce su ámbito de actuación y se concentra en aquello que previsiblemente mejor sabe hacer. Es un movimiento de reflujo similar, salvando las distancias, al que están experimentando las empresas privadas, que abandonan los negocios que no tienen relación con sus competencias básicas tecnológicas y comerciales, y reducen su nivel de diversificación. Es decir, se está produciendo un proceso de re-especialización en el sector privado, que el público parece emular, al retirarse tanto de la gestión empresarial como de la provisión directa de servicios públicos. Este fenómeno se aprecia más, sin lugar a dudas, en aquellos países donde la privatización está más adelantada o donde el Estado siempre ha tenido un papel menor, como ocurre en Estados Unidos, donde algunos estados federales como el de Texas pretenden traspasar al sector privado la gestión de toda la provisión de servicios sociales.

Sin embargo, la mayor aceptación, o indiferencia, frente a la privatización no supone que los procesos de venta sean ahora más fáciles que en el pasado, entre otras cosas, por el hecho evidente de que lo que resultaba más fácil de vender por lo general ya lo ha sido o está a punto de serlo (*The Economist*, 23-11-96). Los mercados, por lo demás, están cada vez más saturados y podría haber en el futuro problemas para absorber las nuevas colocaciones. Así, por ejemplo, se estima que en el periodo 1997-99 las privatizaciones supondrán en Italia el 15,5% de la capitalización del mercado, en Portugal el 16,9% y en España el 12,6% (JP Morgan, 27-1-97). Los problemas de colocación también obedecen a la desigual evolución de las cotizaciones de los títulos vendidos. De hecho, en la actualidad, la necesidad de atraer a un pequeño inversor no siempre satisfecho con la marcha de las cotizaciones de las empresas privatizadas, junto con el deseo de diluir el accionariado, ha llevado a los gobiernos español, italiano y alemán a garantizar el precio de adquisición en las últimas ofertas.

Esto nos conduce a la polémica sobre cuál ha sido el comportamiento de las empresas tras su privatización. Así, la evolución bursátil de muchos de los títulos vendidos ha empeorado, lo que ha provocado un cierto escepticismo entre inversores y analistas. Sin embargo, y aunque los estudios realizados tampoco son del todo concluyentes, sí parece confirmarse cómo la privatización mejora el comportamiento y los resultados de las empresas. De hecho, Boardman y Vining (1989) encuentran una fuerte evidencia de que las empresas privadas son más rentables y más eficientes (en ventas por empleado y por activo total) que las que son total o parcialmente públicas, en un trabajo sobre las 500 de Fortune en 1983.

La falta de resultados definitivos, tal vez obedezca al número reducido de casos que contemplan y a su circunscripción al caso británico. Así Pryke (de resultados concluyentes sobre los resultados de la privatización 1982) y Bishop y Kay (1988) muestran evidencias favorables, al contrario que Kay y Thompson (1986), por ejemplo. Más adelante Galal *et al.* (1992) estudian los efectos de la privatización en 12 empresas, preferentemente de servicios del Reino Unido, Chile, Malaysia y México; para llegar a la conclusión de que en once de los doce casos ha habido una ganancia neta de riqueza. Con todo, probablemente el trabajo

más relevante hasta ahora sea el de Megginson *et al.* (1994), quienes han encontrado en su estudio con las 61 empresas vendidas en bolsa en el periodo 1961-1990, pertenecientes a 18 países y 32 industrias, que la privatización ha conllevado mayores niveles de rentabilidad, output por empleado (ajustado a la inflación), inversiones y empleo total. También apreciaron cómo comenzaban a reducir el apalancamiento y pagar mayores dividendos, a la manera de las privadas. Estos resultados no variaban cuando se comparaban sectores concurrenciales y no concurrenciales, empresas de países desarrollados y no desarrollados.

Estos resultados parecen confirmar lo que la teoría postula: la propiedad pública provoca una serie de comportamientos indeseados que el control ejercido por el mercado no resuelve definitivamente, como tampoco lo hacen los controles administrativos. La cuestión que surge inmediatamente es si es preciso mantener en estas condiciones algún tipo de control (más allá de los órganos reguladores de los mercados, no de empresas concretas) sobre las empresas privatizadas.

### De cómo vender y mantener el control

En estos momentos el proceso privatizador y, en concreto la venta de empresas públicas, se mueve entre la resistencia de los grupos de interés a perder poder el deseo de los estados de aumentar la eficiencia del sistema económico y/o obtener recursos financieros y, al mismo tiempo, mantener algún tipo de control sobre las empresas vendidas. Los problemas de última hora que se están encontrando en Italia y Francia son una buena muestra de la primera afirmación, mientras que la utilización de instrumentos como las acciones de oro británicas y los núcleos duros franceses evidencian cómo los gobiernos se resisten a perder todo control sobre sus empresas.

Los núcleos duros son una creación francesa, entusiásticamente copiada por España, con el propósito de alcanzar varios objetivos. Primero, se pretende evitar las tomas de control indeseadas, principalmente provenientes de capitales extranjeros. Segundo, se busca contrarrestar los efectos de la dispersión accionarial, producida por una colocación masiva de acciones en los mercados, con el objeto, por lo general, de estimular la aparición del "acciona-



riado popular". Tercero, es una forma de resolver el problema de escasez de capital, provocado cuando el mercado de capitales es estrecho, como ocurre con el francés.

Las empresas que configuran el núcleo duro se erigen en accionistas activos, con el papel de mantener el control sobre los directivos de las empresas privatizadas. Como es sabido, la dispersión del accionariado provoca un serio problema de agencia con los gerentes, que pueden alcanzar elevados niveles de discrecionalidad, al no poder ni querer los pequeños accionistas controlar su actuación. Para evitarlo se asigna un porcentaje del capital fuera del mercado, que oscila entre un 5 y un 15% aun bloque de accionistas fijos elegidos por la Administración y que se comprometen a mantener su participación durante un número mínimo de años y a revenderla a la empresa caso de querer desprenderse de ella. El precio es superior al de la oferta pública, puesto que el paquete vendido incluye la posibilidad de ejercer el control(3).

Los núcleos duros, además, cumplen presuntamente dos funciones adicionales, relacionadas pero contrapuestas. Por un lado, su existencia podría impedir posibles operaciones de desmantelamiento de los actuales grupos caso de ser comprados por inversores externos. Por otro, gracias a ellos, los gobiernos coadyuvan en la construcción de grupos industriales, de los que se espera contribuyan a una mayor competitividad de la economía nacional.

La experiencia práctica muestra una realidad muy distinta. La creación de los núcleos duros en Francia ha provocado la aparición de un complejo entramado de participaciones accionariales cruzadas, donde las empresas privadas y las privatizables se hacen con el control de las privatizadas. Estas, a su vez, participarán en el núcleo duro de las que sean vendidas a continuación, de manera que cada operación refuerza la anterior y prepara la siguiente, dando lugar a la aparición de grupos "incestuosos", en la afortunada expresión de Possner (1988) (Cartelier, 1994). El gráfico núm. 1 proporciona una muestra de tales relaciones.

En consecuencia, y mediante un juego de participaciones cruzadas, circulares y en cascada, se han creado grupos capaces de escapar a la lógica del mercado, de manera que

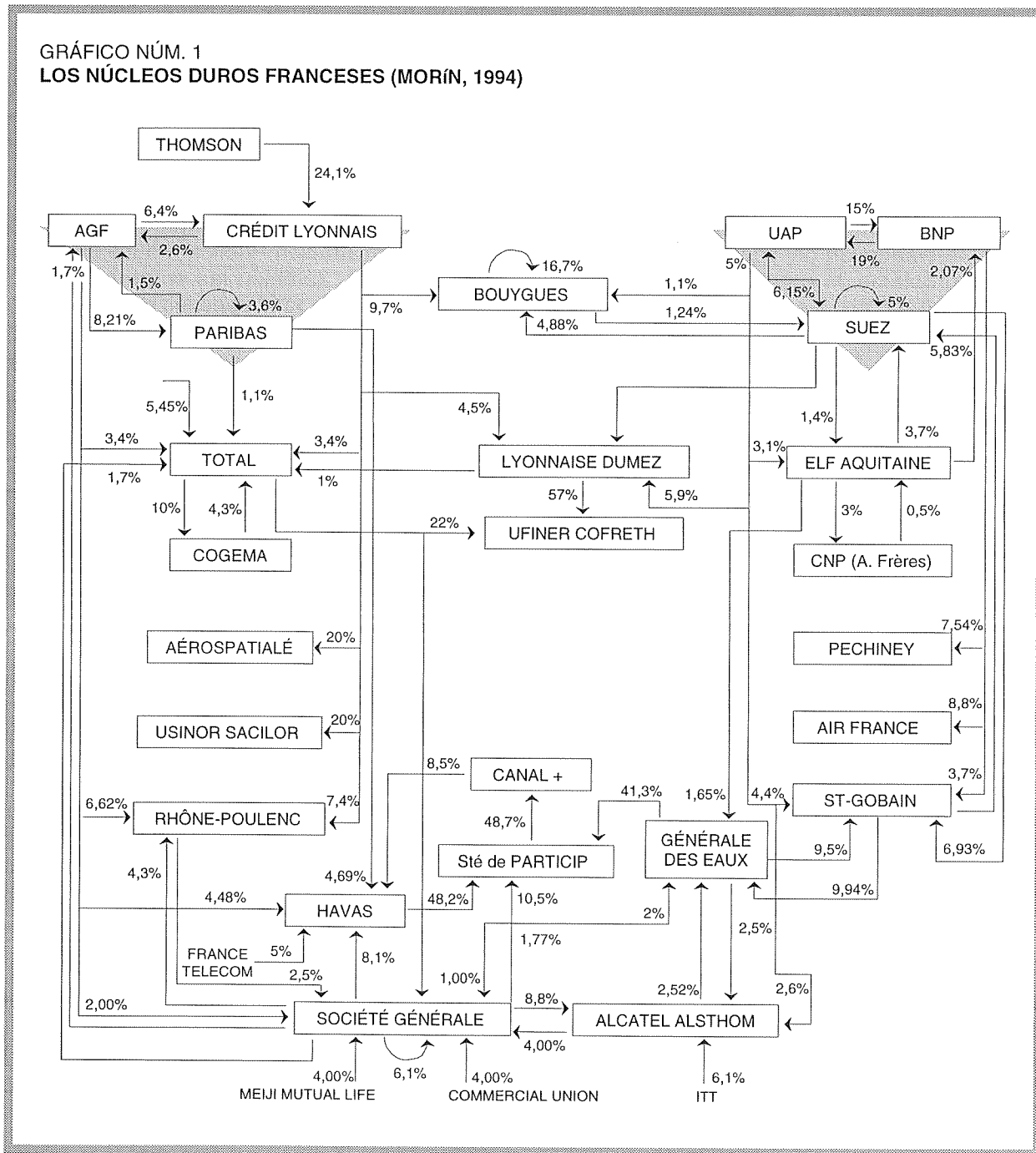
éste no puede ejercer su papel disciplinante sobre los directivos; cualquier amenaza exterior es neutralizada, lo que hace imposible que nuevos grupos inversores puedan substituir a los gestores ineficientes, como ocurre cuando el mercado de capitales está globalizados, lo que facilita la colocación de los títulos.

Como ya se ha indicado anteriormente, no sólo la Administración Pública reduce su ámbito de actuación, también las empresas lo hacen, recuperando su especialización y dedicándose tan sólo a aquellos negocios en los que realmente obtienen ventajas competitivas como consecuencia de los vínculos comerciales o tecnológicos. El mercado descuenta el factor conglomeral, penaliza la constitución de grupos sin lógica interna, lo que quiere decir que no valora los grupos cuya justificación radique en la figura del accionista exigente, es preciso que aporten algo más. Además, también penalizará ese entrecruzamiento de participaciones que le impide disciplinar conductas ineficientes.

Las acciones de oro o *golden shares* fueron introducidas por los británicos y después empleadas por italianos, portugueses, franceses y españoles; se trata de acciones especiales que confieren derechos especiales a su poseedor, la Administración, que éste no puede ejercer más que en condiciones extraordinarias y por un tiempo de ordinario limitado, por lo general cinco años, como: a) el veto sobre algunas decisiones, como la venta de determinados activos o el cambio de objeto social; b) la aprobación de cambios en la estructura de propiedad, que supongan, por ejemplo, la participación del capital extranjero o la aparición de participaciones superiores a un porcentaje determinado; c) el nombramiento de representantes gubernamentales en el consejo, sin capacidad decisoria salvo que se den las condiciones anteriores.

De esta manera se puede colocar todo el capital en el mercado sin necesidad de reservarse un paquete de control para proteger sectores o actividades estratégicas o prever contingencias indeseadas como la amenaza de desmantelamiento o las tomas de control indeseadas. Con ello se pretende salvaguardar los intereses nacionales y hacer más aceptable la operación. Sin embargo, de nuevo, el mercado no aprecia estas posibilidades extraordinarias de control, lo que se traduce en precios y cotizaciones. Más aún, la Unión Europea acaba de

GRÁFICO NÚM. 1  
LOS NÚCLEOS DUROS FRANCESES (MORIN, 1994)



señalar los problemas que conlleva, en la medida en que supone una restricción de la competencia.

### La privatización en Europa

Las opciones de venta son muchas, según sea: a) el objeto de la venta: activos aislados, una sociedad con o sin desmembramiento previo en varias, o un grupo (holding o fondo de

inversiones, por ejemplo; b) el porcentaje vendido: la totalidad o una parte del capital, que confiere o no la capacidad de control; c) el tipo de operación, OPV, venta privada o regalo; d) el tipo de comprador.

Las diferentes combinaciones de los elementos anteriores se traducen en diferentes formas de privatización, aunque algunas son más habituales que otras. En concreto, las ventas privadas suelen dirigirse a otras empresas,

CUADRO NÚM. 1  
LAS VENTAS POR SECTORES Y PAÍSES (1985-1995)  
(En millones de dólares)

Sectores	
Telecomunicaciones .....	40.579
Petróleo y gas .....	32.651
Electricidad .....	26.033
Bancos .....	22.472
Metales y bienes de capital .....	11.329
Seguros .....	9.615
Aeropuertos y líneas aéreas .....	9.140
Química .....	5.444
Equipos eléctricos .....	1.864
Papel .....	1.474
Farmacéutico .....	1.284
Países	
Reino Unido .....	96.692
Francia .....	34.102
Italia .....	16.971
Países Bajos .....	9.250
España .....	8.255
Portugal .....	5.304
Suiza .....	4.175
Dinamarca .....	3.563
Austria .....	2.961
Alemania .....	2.807
Finlandia .....	1.925

Fuente: Morgan Stanley Research.

con el objeto de explotar sinergias derivadas de combinar los recursos y capacidades de comprador y vendedor. aunque también se emplea para ceder la empresa a los grupos interesados en ella, y de esta forma facilitar la venta. Así ocurre con los directivos (en las operaciones MBO), los clientes (por ejemplo en empresas de servicios públicos) o los trabajadores. Las ofertas públicas de venta se dirigen al público en general y a compradores institucionales. Ventas públicas y privadas pueden ser parciales o totales, siempre de una sociedad o grupo. Los activos deben venderse de forma privada. Por último las donaciones o las ventas simbólicas se dirigen a la ciudadanía, son las modalidades de devolución de la propiedad utilizadas preferentemente en los antiguos países socialistas.

Las ofertas públicas de venta constituyen la forma de privatización más empleada en Europa Occidental, especialmente en el Reino Unido y Francia. La evolución de dichas operaciones en la Europa Occidental en el periodo 1977-1996, así como las previsiones hasta el año 2000 aparecen en el gráfico núm. 2. En él puede apreciarse cómo, aunque en 1988 prácticamente no hubo actividad, desde entonces -con la excepción de 1992-, el volumen anual

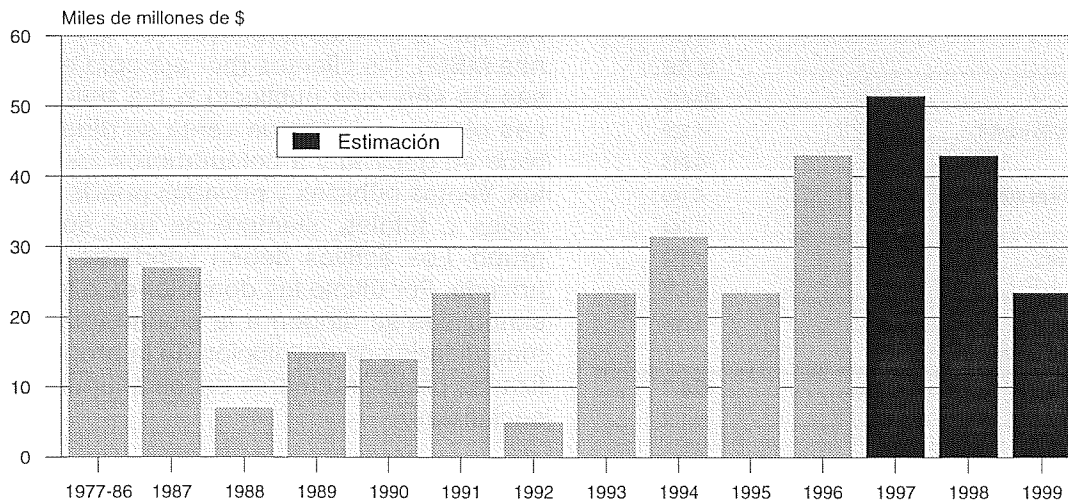
CUADRO NÚM. 2  
LA DISTRIBUCIÓN POR PAÍSES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS  
DE VENTA DE EMPRESAS PÚBLICAS

	1977-86	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)	1998(*)	1999(*)
Alemania .....	0,0	0,0	0,0	6,1	0,0	6,0	0,0	0,0	1,8	0,0	31,5	9,4	26,0	0,0
Austria .....	0,0	0,5	9,0	2,2	2,2	0,0	6,0	0,5	2,2	2,7	1,8	1,1	1,0	0,0
Bélgica .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	8,9
Dinamarca .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	10,5	0,0	0,4	0,0	8,3	0,0
España .....	0,0	0,0	0,0	8,6	0,0	0,0	0,0	13,5	3,2	12,9	5,9	16,2	13,7	17,9
Finlandia .....	0,0	0,0	5,3	1,2	0,0	0,0	0,7	0,9	2,9	0,3	1,8	2,2	2,4	0,0
Francia .....	4,0	24,0	1,1	0,0	9,8	1,7	30,7	37,0	37,3	20,7	10,7	20,9	8,3	49,1
Grecia .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Irlanda .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6
Italia .....	0,0	0,0	5,6	6,5	0,0	1,8	35,5	4,9	19,5	16,4	24,0	36,8	15,6	20,5
Noruega .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	1,4	0,7	2,2	1,5	0,0	1,6	0,0
Países Bajos .....	0,0	0,0	0,0	14,6	0,0	0,0	0,0	0,0	11,4	14,9	2,4	1,1	12,0	0,0
Portugal .....	0,0	0,0	0,0	3,5	10,2	2,8	20,1	1,7	0,7	5,8	4,3	5,2	4,1	0,0
Reino Unido .....	96,0	75,5	78,9	57,2	77,5	85,5	1,0	38,5	0,0	20,2	12,1	0,0	0,0	0,0
Suecia .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	0,6	8,8	3,8	2,1	6,0	3,5	0,0
Suiza .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	0,0
Turquía .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	1,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0
Total .....	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(\*) Estimación

Fuente: J. P. Morgan

GRÁFICO NÚM. 2  
EVOLUCIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE EMPRESAS PÚBLICAS EN EUROPA  
(1977-1999)



Fuente: J. P. Morgan

de las operaciones ha sido bastante similar al de todo el periodo anterior. Este último ejercicio de 1996, por lo demás, ha sido excepcional, ya que las ventas públicas han alcanzado un volumen máximo, 43.000 de millones de dólares –frente a los 24.000 millones del año anterior–, gracias básicamente a las operaciones realizadas en Alemania, Francia e Italia.

Telecomunicaciones, petróleo y gas, electricidad y bancos son los sectores donde más se ha utilizado la fórmula de la venta pública (gráfico núm. 2), probablemente porque las empresas que actúan en ellos no requerían del concurso de los recursos y capacidades de otra empresa privada, y por ello no era necesario realizar una venta privada. Además, suele tratarse de entidades rentables, lo que facilita su colocación en el mercado. El país más claramente vendedor es, sin discusión, el Reino Unido, seguido de Francia e Italia (cuadro núm. 1). De hecho, y según se aprecia en el cuadro núm. 2, hasta 1988 el Reino Unido y Francia eran prácticamente los únicos países vendedores. Desde ese momento, nuevos gobiernos optan por seguir esta vía de las ventas públicas, mientras que el Reino Unido comienza a dar por concluido su proceso de venta.

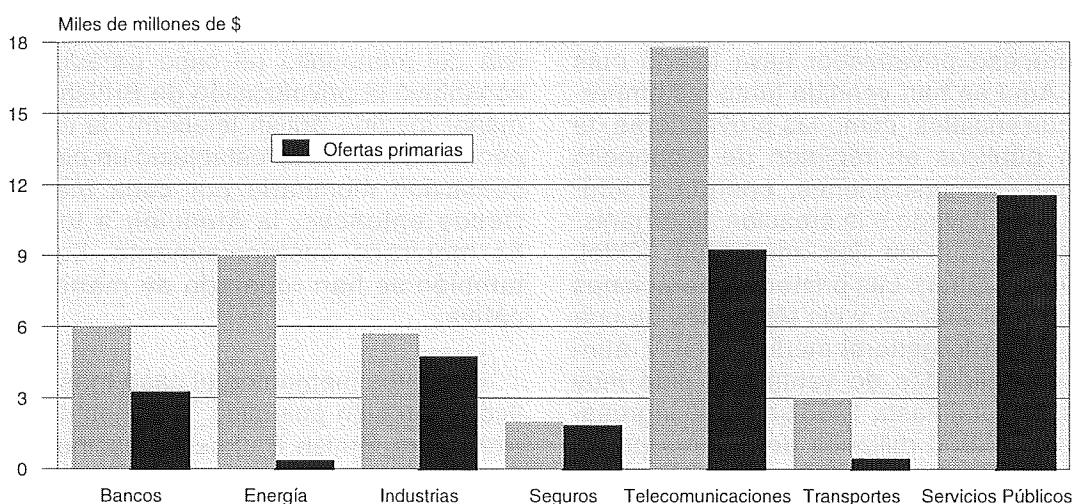
Según las estimaciones de JP Morgan (27-1-97) las ventas esperadas en los próximos

años son aún mayores, con unos ingresos estimados de 53.000 millones de dólares para 1997. Más de la mitad de los ingresos (el 56%) seguirían proviniendo de la privatización de las telecomunicaciones(5) y de los servicios públicos, donde dominarían las ofertas primarias, mientras que en otros sectores primarían las secundarias (gráfico núm. 3). Esto es importante, ya que en la medida en que se continúe con la venta de empresas ya parcialmente privatizadas, la colocación será previsiblemente más fácil. Por países son Reino Unido, España y Países Bajos los que más podrán emplear esta vía, frente a Francia e Italia. La tendencia vendedora se mantendrá durante el resto de la década, si bien cada vez con menos intensidad, de forma que se espera que hasta el final de siglo se muevan 118 miles de millones de dólares en Europa Occidental, a los que habrá que añadir a los 230 mil ya conseguidos.

El cuadro núm. 2 muestra la distribución por países de esas ventas previstas. Italia y Francia continuarán siendo los principales vendedores, como en los últimos años, junto con España, de la que se espera un elevado volumen de operaciones en los próximos ejercicios.

Al igual que en España, las ventas italianas han sido promovidas básicamente por la necesidad de hacer caja. Así ocurrió entre 1992 y 1995, periodo en el que se vendieron el 15%

GRÁFICO NÚM. 3  
LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE EMPRESAS PÚBLICAS PREVISTAS  
EN EUROPA PARA 1997 POR SECTORES



Fuente: J. P. Morgan

del Ente Nazionale di Idrocarburi (ENI) (en 1995), así como algunas filiales, tanto del ENI como del IRI (tras transformar ambas en sociedades mercantiles, al igual que se hizo con ENEL e INA), las entidades bancarias Crediop, Comit y Credi y la aseguradora INA. El EFIM ha sido liquidado y sus activos vendidos. sin embargo, los intereses creados y las presiones de los grupos de interés (políticos, sindicatos, funcionarios) han paralizado en la práctica la continuación de un proceso que nominalmente sigue en marcha.

El proceso privatizador francés ha pasado por dos etapas. La primera se desarrolló entre 1986 y 1988, época durante la cual fueron vendidas algo más de 1.000 de las 3.000 empresas públicas existentes, con más de 300.000 empleados, legado muchas de ellas del anterior periodo nacionalizador socialista(6). La segunda fase se inició en 1993 con la llegada nuevamente del gobierno conservador que puso en venta 21 grandes empresas, entre las que se incluían Rhône Poulenc, Renault, Elf Aquitaine, BNP, Usinor-Sacilor y AGF, entre otras. En total, desde 1985 se han conseguido cerca de 38 mil millones de dólares, lo que convierte a Francia en el segundo privatizador de Europa.

Las ventas, con todo, parecen haber sufrido un parón, al que no es ajeno la mala evolución

bursátil de los títulos de las empresas vendidas y el hecho de que durante los dos últimos años sólo se obtuvieron 17.000 millones de dólares, la mitad de lo esperado. A ello se añade el rechazo a la venta de activos nacionales al capital extranjero, lo que ha supuesto la paralización de operaciones como la venta de Thompson Multimedia a Daewoo (unida a la venta del resto al Grupo Lagardere) en diciembre y poco antes la del grupo de bancos regionales CIC (pertenecientes al Groupe des Assurances Nationales).

La privatización en Alemania empezó realmente en 1961, con la venta de una participación mayoritaria de Volkswagen, seguido en 1965 por otra de Veba. Tras un periodo de inanición, continuó en los ochenta, cuando se acabó de privatizar el capital de las dos anteriores y de VIAG, además de otras operaciones de menor envergadura. Con todo, la venta más emblemática de los últimos tiempos ha sido la de Deutsche Telekom, que ha supuesto la mayor operación de venta del país y cuya segunda fase se llevará a cabo más adelante.

Curiosamente, los objetivos de la primera fase privatizadora alemana son similares a los enunciados años después en el Reino Unido (Megginson, 1994): en la economía, promover la dispersión del accionariado, introducir competencia y exponer a las empresas a la discipli-

na del mercado (Price Waterhouse, 1989, 10). En efecto, a diferencia con las privatizaciones en otros países, en la Gran Bretaña siempre se ha buscado aumentar la competencia y la eficiencia del sistema económico, así como fomentar el capitalismo popular, lo que ha hecho que el proceso privatizador haya tenido más alcance. Aquí se han vendido tanto las empresas concurrenciales, como las proveedoras de servicios públicos en régimen de monopolio (agua, gas, comunicaciones, energía eléctrica), lo que ha llevado a la creación de organismos reguladores de los mercados (Ofel, Ofwat, Ofgas, Offer). Las primeras operaciones se hicieron por etapas, y las siguientes de una sola vez y, por lo general mediante OPV, aunque las modalidades de venta han sido muy variadas. En total hasta 1995 se había ingresado más de 96.000 millones de dólares por la venta de una cincuentena de empresas. También ha aumentado mucho el número de accionistas, aunque en proporción sigue creciendo el accionariado institucional.

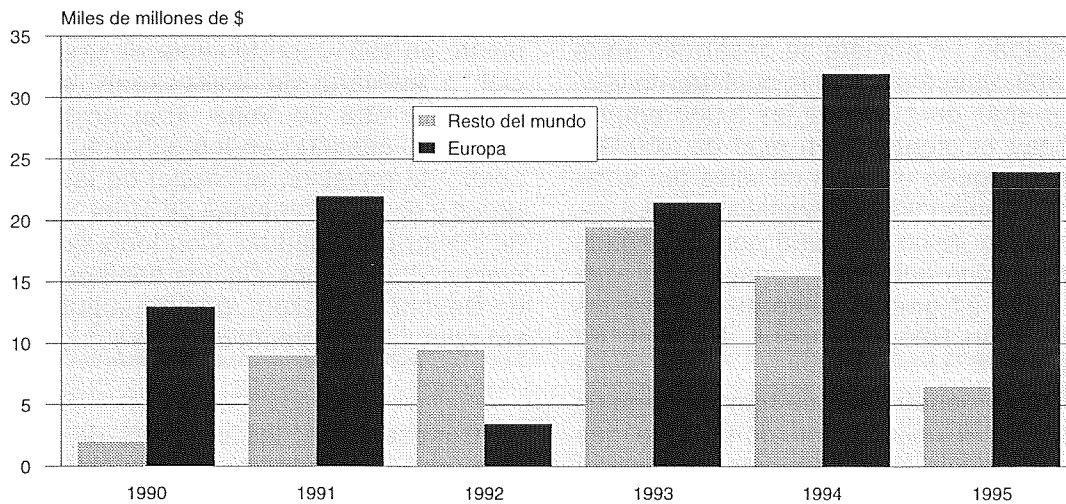
Como ya comentamos antes, pese a ser el caso más estudiado, no hay un acuerdo total sobre los resultados del proceso privatizador británico. Si se acepta, con todo, que ha provocado mejoras significativas en la rentabilidad y productividad de las empresas privatizadas que actuaban en mercados concurrenciales; de la misma manera que la apertura del mercado

a la competencia mejoró la eficiencia y la rentabilidad de empresas aún entonces no transferidas al sector privado, como British Airways y British Steel (Vickers, 1993). Por el contrario, cuando la privatización de las proveedoras de servicios públicos no conllevó la ruptura paralela del monopolio (el caso paradigmático lo constituyó la privatización de British Gas, y en menor medida British Telecom), la calidad empeoró, hasta que se estableció un plan de compensación monetaria por cada mal servicio. Desde entonces, la atención a los clientes ha mejorado sustancialmente. Los precios también se han rebajado de manera significativa.

En estos momentos el caso más emblemático, y también polémico, lo constituyen los ferrocarriles. British Rail se ha escindido en varias empresas, tras separar el material rodante de la infraestructura viaria(7); las acciones de Railtrack, la empresa poseedora de las vías e infraestructura han triplicado su valor desde la venta el verano pasado.

Hasta la fecha el proceso de privatización de mayor envergadura a través de los mercados de capitales se ha realizado, como no podía ser menos, en Europa Occidental, según se aprecia en el gráfico núm. 4. En otras regiones han empleado otros procedimientos como consecuencia de las características de sus econo-

GRÁFICO NÚM. 4  
LAS VENTAS EN EUROPA OCCIDENTAL FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (1990-95)



Fuente: J. P. Morgan, 26-1-96

mías nacionales y de la falta de mercados y de ahorro nacional en muchos casos.

La privatización en los países del Este de Europa es un claro exponente de una realidad completamente distinta y mucho más compleja; primero por la magnitud de las operaciones a emprender, segundo por la necesidad, no ya de desregular algunos mercados sino prácticamente de crearlos de la nada, junto con los comportamientos y pautas de conducta propias de los mercados concurrenciales. Aunque, por supuesto, la situación no es igual en todos los países, como tampoco lo fue el punto de partida. Así, la venta y liquidación de empresas en Alemania del Este está concluida, mientras que en Rumanía y Bulgaria va mucho más atrasada. En estos países, al igual que en las antiguas RDA, Unión Soviética y Checoslovaquia, el peso del sector estatal era, además muy elevado; mientras que otros, como Hungría y Polonia, ya contaban con un cierto peso de la iniciativa privada sobre todo en la agricultura y los servicios.

Los objetivos de la privatización en estos países son, por último, más ambiciosos que en el resto de Europa, puesto que con la asignación de derechos de propiedad privados sobre activos productivos no sólo se pretende cambiar el sistema económico, sino también impedir una posible vuelta atrás política.

En general, entre los principales problemas que se han encontrado las autoridades privatizadoras en el este de Europa podemos citar los siguientes: 1) la valoración de las empresas a vender; lo que es difícil incluso con empresas posiblemente rentables, puesto que los criterios de contabilización muy discutibles, lo que dificulta aún más la estimación de un posible flujo futuro de beneficios (y ello sin contar las incertidumbres derivadas de la situación política); y 2) la búsqueda de compradores, en unas sociedades sin mercado de capitales y sin ahorro suficiente para adquirir la industria local. todo ello acompañado del deseo (y la necesidad) de acelerar el proceso si se querían obtener resultados sensibles en un plazo razonable(8).

Una primera forma de resolver esos problemas consiste en repartir equitativamente los activos públicos (Estrin, 1991). el reparto acelera el proceso de privatización, puede hacerse de forma igualitaria y, además, permite al go-

bierno justificar la operación como una devolución de los activos públicos a sus legítimos propietarios, puesto que gracias a su ahorro forzoso se había construido el capital del país. La cuestión es cómo se distribuyen las acciones o derechos sobre las empresas entre los ciudadanos, de forma que no se produzca una concentración de la riqueza en muy pocas manos en muy poco tiempo. Una forma muy empleada consiste en repartir certificados de privatización (vouchers) entre todos los ciudadanos, que después éstos podían vender o utilizar directamente para "comprar" acciones de las empresas privatizadas. Este sistema se ha aplicado en Rumanía(9). Checoslovaquia y Rusia. sus resultados han dejado bastante que desear, ya que no ha creado valor para los ciudadanos y los primitivos accionistas, sino que, de una forma rápida y arbitraria, patrocinó la concentración de la propiedad entre los banqueros y los directivos de las empresas (*The Economist*, 15-2-97).

Otra posibilidad consiste en colocar las acciones de las empresas en manos de holdings o fondos de inversión, cuyas acciones podrán intercambiarse por certificados. Así se está haciendo en Polonia, donde alrededor de 500 empresas públicas están en manos de unos 15 fondos de inversión, constituidos en 1995 y cuya tarea es bastante más ambiciosa que la de sus homólogos occidentales, ya que deben ocuparse de actuar como accionistas exigentes, introduciendo mejoras en la gestión(10) (a cambio de una participación en los resultados actuales y futuros y la previsible revalorización de la inversión, una vez saneadas las empresas)(11).

A diferencia de los casos anteriores, Hungría ha optado por utilizar simultáneamente varios procedimientos: prioritariamente el mercado de capitales, pero también subastas y ofertas privadas; prueba evidente del mayor grado de desarrollo inicial de su economía (Estrin, 1991).

El proceso más rápido y completo de privatización en el este europeo lo protagonizó la antigua RDA, donde la agencia encargada de la venta de las empresas alemanas (Treuhandanstalt-THA) realizó su trabajo entre 1990 y 1994, cediendo al sector privado en condiciones muy diversas -y poco claras- más de 13.000 entidades. La función de la THA consistió en liquidar las empresas inviables, transfor-

mar el resto en sociedades mercantiles y venderlas por lo general a grupos de inversores, cuyas ofertas se evaluaron teniendo en cuenta las inversiones y el mantenimiento del empleo que garantizaban. El balance final no está exento de sombras; pese a la inyección masiva de fondos, se han producido muchos abusos y, en sentido contrario, otros compradores se han declarado incapaces de cumplir las condiciones a las que se habían comprometido inicialmente (Stenzel y Hellio, 1994).

## Conclusiones

En resumen, los procesos de privatización se han extendido a todo el mundo, con independencia del grado de desarrollo económico y de la ascendencia ideológica de sus gobiernos. Tampoco levantan ahora los recelos del pasado, aunque sigue encontrando algún rechazo, provocado sobre todo por la forma y precio de venta.

De ser posible identificar una tendencia privatizadora, podríamos decir que primero se han vendido las empresas que actuaban en mercados concurrenciales y después los servicios públicos (telecomunicaciones, agua, energía), para acabar privatizando la provisión de servicios sociales. La mayoría de los países occidentales se encontrarían ahora en la segunda fase. Es curioso, con todo, cómo en Extremo Oriente, se apuesta por ceder a la iniciativa privada la construcción de infraestructuras, con un razonamiento inverso al que animó a los gobiernos occidentales a crear sus empresas públicas.

Se aprecia, pues, una retirada general de la intervención del Estado en la actividad económica e incluso en la provisión de servicios sociales, lo cual no tiene por qué traducirse en una dejación de funciones. En la medida en que reduzca su ámbito de actuación, podrá cumplir mejor las tareas que aún tenga encomendadas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bishop, M. R. y Kay, J. A., "Does Privatization Work? Lessons from the UK", London Business School, Londres.

- Boardman, A. y Vining, A. R. (1989), "Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed and state-owned enterprises", *Journal of Law and Economics*, 32, pp. 1-33.
- Cartelier, L. (1994), "L'expérience française de privatization 1986-1988: Bilan et enseignements", *Problèmes Économiques*, nº 2.362, pp. 1-7.
- Durupty, M (1994): "La loi de privatization de 1993", *Problèmes Économiques*, nº 2.362, pp. 8-14.
- Estrin, S. (1991), "Privatization in Central and Eastern Europe", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 62, nº 2, pp. 159-182.
- Gatal, A., Jones, L. Tandon, P. y Vogelsang, I. (1992), *Welfare consequences of selling public and private enterprises*, the World Bank, Washington.
- JP Morgan (1996), "European privatisations", *Equity Research*, 26 de enero.
- JP Morgan (1997), "European privatisations", *Equity Research*, 27 de enero.
- Kay, J. A. y Bishop, M. R., "Privatization: A policy in search of a rationale", *Economic Journal*, 96, pp.18-38
- Kikeri, S., Nellis, J. y Shirley, M. (1992), *Privatization: The lessons of experience*, The World Bank, Washington.
- Meggison, W., Nash, R. y Randeborgh, M van. (1994), "The financial and operating performance of newly privatised firms: An international empirical analysis", *Journal of Finance*, 49, junio, pp. 403-452.
- Morin, F. (1994), *La privatisation en Asie, Europe et Amérique Latine*, OCDE, París.
- Possner, T. (1988), "The privatization of public enterprises in France and Great Britain", European University Institute, Working paper nº 88/364.
- Price Waterhouse (1989), *Privatization: Learning the lessons from the UK*, Londres.
- Prike, R. (1982), "The comparative performance of public and private enterprises", *Fiscal Studies*, 3, pp. 68-81.
- Stenzel, P. y Hellio, F. (1994), "Les privatisations en Allemagne Orientale", *Le MOCI*, 21 de marzo.
- The Economist* (1993), "Selling the State", 21 de agosto.
- The Economist* (1996), "Is the price right?", 23 de noviembre.
- The Economist* (1997), "Polish privatisation. Floating away", 15 de febrero.
- Vickers, J. (1993), "El programa de privatizaciones británico: Una evaluación económica", *Moneda y Crédito*, nº 196, pp. 70-130.
- World Bank (1995), *Infrastructure in East Asia and Pacific*, The World Bank, Washington.



## NOTAS

(1) La privatización adquiere muy diversas formas, que abarcan desde la utilización de criterios privados de gestión en el sector público empresarial hasta la cesión al sector privado de actividades que históricamente le estaban vedadas, como la gestión de cárceles o bibliotecas. En este trabajo nos preocuparemos básicamente por la venta de empresas públicas.

(2) El Banco Mundial (1995) estima que entre el 12 y el 15% de las inversiones en infraestructura en Extremo Oriente están gestionadas por el sector privado, porcentaje que llegará hasta el 20% en el 2000. Se trata de una región en crecimiento que requerirá unas inversiones del orden de 1,5 billones de dólares. La situación de las empresas de abastecimiento de aguas puede constituir un ejemplo significativo de esta nueva forma de abordar la provisión de servicios; primero porque probablemente sea de los pocos monopolios naturales que queden, segundo por las connotaciones higiénicas que conlleva la provisión de agua y que parece exigir la intervención del sector público, países como Gran Bretaña (que vendió las diez empresas de agua en 1989) y Francia (donde, desde el siglo XIX los ayuntamientos han subcontratado el servicio con empresas privadas) ya son pioneros en la gestión privada, seguidos por Estados Unidos, Portugal y Australia. Así, por solamente un ejemplo, Lyonnaise des Eaux gestiona la empresa de aguas Buenos Aires, Macao, así como otras en Malaysia y China; mientras que las británicas también trabajan en países tan distantes como Trinidad e Indonesia. Compañías eléctricas.

(3) En el caso francés las primas han oscilado entre el 2,5% del precio (Paribas) y el 45% (BIMP).

(4) Aunque en estos últimos países en lugar del mantenimiento de una acción con poderes especiales como ocurre en el Reino Unido, se conserva el principio de reservar una serie de decisiones para la Administración. En Portugal se conserva un pequeño porcentaje de acciones (5%) que da poderes especiales. En Francia la ley de 19 de julio de 1993 crea una categoría particular de sociedad, la sociedad con acciones específicas, a la que se imponen límites al ejercicio de la propiedad privada, incluso con carácter definitivo (la ley de 1986 contemplaba una duración máxima de 5 años de vigencia de la acción específica que impedía que nadie adquiriera más del 10% del capital) (Durupty, 1994). En España la ley 5/1995 de 23 de marzo establece que por Real Decreto se establezcan las decisiones que deben someterse a autorización previa.

(5) El mercado de las comunicaciones debe abrirse a la competencia debe abrirse a la competencia como muy tarde el primero de enero de 1998; sin embargo, los países prefieren vender sus empresas a desregular el mercado. El propio reino Unido aceptó que British Telecom mantuviera una posición privilegiada una vez traspasada al sector privado, con la única competencia de la pequeña Mercury. Las últimas operaciones inclu-

yen las ventas del 20% de Portugal Telecom en junio de 1996 (lo que ha dejado la participación pública en el 51%) y de Deutsche Telecom, por 13.000 millones de dólares, el otoño pasado, en lo que constituyó la mayor operación de la bolsa alemana. Telefónica concluye ahora su proceso de traspaso al sector privado; y están anunciadas las ventas de France Telecom y la Stet italiana (esta última en otoño de 1997, tras absorber Telecom Italia y salir de la órbita del IRI).

(6) En bolsa se vendieron Suez, Saint Gobain, Paribas, CGE, Havas, Societe Generale y Matra, entre otras. La venta fuera del mercado fue de menor cuantía. No se privatizaron servicios públicos, sino empresas concurrenciales, tanto de las que se habían nacionalizado en el inmediato periodo anterior como otras que llevaban más tiempo en el sector público. En un año el gobierno francés puso a la venta un volumen de activos similar al que el británico enajenó en cinco (Durupty, 1988). Tras el nuevo triunfo electoral socialista, el nuevo gobierno inició la operación "ni...ni" (ni más nacionalizaciones ni más privatizaciones), pero en la práctica el sector público empresarial aumentó de tamaño; así a finales de 1991 el estado francés controlaba directa o indirectamente 2.600 empresas y 1,7 millones de empleados.

(7) Esta última medida ya había sido tomada por Suecia en 1988, que, en julio de 1996 decidió romper el monopolio de los ferrocarriles, al tiempo que introducía técnicas privadas de gestión, como los centros de beneficios y nuevos sistemas de incentivos. Ello ha convertido a sus aún públicos ferrocarriles en los más eficientes de Europa en pasajeros y carga por empleado. Holanda también está estudiando la eliminación a los subsidios al material rodante, aunque manteniendo la subvención a las infraestructuras.

(8) Aunque, en realidad, se ha solido empezar por privatizaciones parciales, como forma de aprender y obtener información que permita mejorar el cálculo de los precios en el futuro.

(9) En dos ocasiones, en la primera en 1992 los vales podían venderse, en la segunda en 1995 ya no, con el pretexto de proteger a los ciudadanos desinformados de los especuladores.

(10) Aunque también deben sufrir las presiones de los representantes gubernamentales en los órganos de dirección de los fondos, que se niegan en ocasiones a emprender medidas de saneamiento que afectan a productos, empleados o directivos. con una excepción, los fondos están regidos por empresas consultoras y bancos polacos y occidentales.

(11) Los certificados fueron emitidos en julio del año pasado y comprados por el 90% de la población a un precio de 20 zlotys (\$7) por certificado, que, desde entonces, se ha incrementado unas ocho veces, en un claro reflejo del crecimiento de la economía polaca.

## LA INCERTIDUMBRE SOBRE ALEMANIA Y EL FUTURO DE EUROPA

Nieves García Santos

La economía alemana ha venido mostrando síntomas de moderación en su velocidad de crucero, desde el tercer trimestre de 1996 y los datos correspondientes a los últimos meses del año pasado y a enero de 1997 han terminado de ratificar dicha impresión. Los datos de empleo y de ventas minoristas en noviembre y diciembre, muestran un panorama de depresión del gasto privado que ha llegado a afectar negativamente a la actividad productiva. Así el informe de coyuntura del Ministerio de Economía alemán estima que el PIB se estancó en el cuarto trimestre de 1996 respecto al trimestre precedente, lo cual podría llevar a una revisión a la baja de la tasa de crecimiento de un 1,4% estimada preliminarmente para el conjunto del año.

Sin embargo, a pesar del actual panorama sombrío, las perspectivas para 1997 se mantienen optimistas, aunque hasta el segundo trimestre del año los datos no ofrecerán una visión clara. Tanto las condiciones financieras como las perspectivas respecto a la actividad global están influyendo en los indicadores de sentimiento o de clima empresarial. Así se explica que el Ministerio de Economía alemán apunte a una previsión de crecimiento de un 2,5% para el conjunto de Alemania. La tasa de crecimiento de la producción se estima que será similar en ambas partes de Alemania, aunque no sería descartable que Alemania occidental, con una tasa esperada del 2,5%, superara al crecimiento de Alemania oriental, que pudiera estar entre el 2% y el 2,25%, lo cual sería la primera vez que tiene lugar tras la reunificación y señalaría la maduración del proceso de transformación económica de la anterior República Democrática. Esta posibilidad es resaltada tanto por el informe de los seis institutos de coyuntura del país como por los consejeros económicos del gobierno alemán (los llamados "cinco sabios").

A pesar de las previsiones optimistas sobre

la actividad, la situación del paro seguirá agravándose, de forma que frente a una tasa de paro del 10,3% sobre la población activa de 1996, se puede llegar a registrar una cercana al 11% en 1996. Esto supone una media de parados en 1997 de 4,2 millones, con un máximo de 4,5 millones de parados durante los meses de invierno. De todas formas se estima que el ritmo de empeoramiento en la situación del empleo se ha frenado, dado que el paro aumentaba a un ritmo del 1,1% en 1996 y las previsiones actuales que maneja el Ministerio de Economía son de un aumento del 0,5% en 1997.

En diciembre de 1996 el número de parados ya alcanzaba los 4,14 millones, cifra muy cercana al objetivo previsto para 1997, con una tasa del 10,8% sobre la población activa. Esa negativa evolución del empleo ha quedado nuevamente subrayada con los datos correspondientes a enero cuando el paro se ha incrementado en 510.000 personas en todo el país, de forma que el total de parados alcanzó los 4.658 millones y la tasa sobre la población activa llegó hasta el 12,2%. Tanto en una como en la otra mitad de Alemania el aumento ha resultado muy significativo. En primer lugar, en Alemania occidental un aumento hasta los 3.266 millones no se había producido desde hace cuarenta años, y la tasa salta desde el 9,6% de diciembre hasta el 10,6% de enero. En segundo lugar, en la parte oriental el aumento de 135.100 parados llevó la tasa hasta el 18,7%, desde el 15,9% precedente, de forma que se retrocede hasta una situación similar a la registrada hace dos años. En términos ajustados de estacionalidad el paro aumentó en 160.000 personas respecto al mes anterior, alcanzando un total de 4,31 millones. La mala cifra estacional de enero se explica en gran medida por los efectos adversos del clima sobre la coyuntura económica, aunque no totalmente ya que, como señaló la Oficina de Em-

pleo, el "rigor del invierno y sus efectos nocivos sobre el sector de la construcción explican sólo en parte el fuerte agravamiento. Para corroborar la idea ya mencionada de que el motor del crecimiento de la Alemania oriental se está frenando, se puede señalar que del aumento de enero, 78.000 son los nuevos parados de la parte occidental frente a 81.000 de la parte oriental.

Según la mayoría generalizada de analistas, los factores estacionales no constituyen la única causa del aumento del paro. Por una parte, falta dinamismo y vigor en la actividad productiva, de forma que falta capacidad para generar empleo. A este respecto se puede recordar que el 40% de las personas sin empleo nunca han trabajado. Pero por otra parte, parecen necesarias reformas y modificaciones en los sistemas de cobertura social, mercado laboral y sistema fiscal. La falta de concreción del gobierno en como va ha llevar adelante sus programas de reformas estructurales parece estar llevando a las empresas a ajustes que les permitan hacer frente a los altos costes productivos. Teniendo en cuenta los ajustes que se llevan a cabo en las empresas nacionales y las actuaciones en las filiales externas se puede afirmar que lo que está teniendo lugar es un fuerte proceso de racionalización de las empresas manufactureras domésticas, a la par que en la Alemania del este se están finalizando muchos proyectos de construcción y a la par que la inversión directa se está dirigiendo al exterior. Según las Cámaras de Industria y Comercio alemanas las empresas alemanas crearán 300.000 empleos en el extranjero al final de 1999. La deslocalización parece estar reflejando los elevados costes de empleo en el país.

Que existe un problema de costes es una hipótesis avalada por diferentes datos. Por ejemplo, es un factor que explica en parte las quiebras y las insolvencias empresariales. Las insolvencias alcanzaron en octubre de 1996 la cifra récord de 2.879; en el conjunto de los diez primeros meses del año totalizaban 26.432, lo cual suponía un aumento del 11,9%. En el caso de las quiebras, en el mismo periodo sumaban 21.410, suponiendo un aumento del 17,4%. También los elevados costes internos pueden explicar la brecha cada vez más amplia entre la inversión directa hacia Alemania y la dirigida desde Alemania. Esa brecha ha aumentado desde los 5.000 millones de marcos al inicio de

la década de los 80, hasta un máximo de 34.000 millones en 1995.

La elevadísima cifra de paro alcanzado en enero parece que está poniendo en marcha planes gubernamentales de diversa índole. Por una parte se vuelve a enfatizar la necesidad de medidas que desregulen la economía y la hagan más capaz de enfrentarse a los retos de la globalización. Dentro de éstas, cabe mencionarse los planes para facilitar la emisión de capital a los empresarios, normativa que podía estar preparada en marzo. También cabe mencionarse el impulso esperado en los programas de privatización en 1997, estando ya en preparación la privatización de la porción pública de Lufthansa. Otros planes considerados se refieren a la liberalización de los mercados del gas y la electricidad.

También la política monetaria y la política fiscal han resultado cuestionadas, tras la constatación de la debilidad coyuntural y la mala cifra de empleo. El aumento del paro en enero ha llevado a revisar al alza la cifra esperada para el conjunto del año (se esperaba inicialmente una cifra de 3,95 millones), y la consecuencia, según la Oficina de Trabajo es que se precisaran entre 8.00 y 9.500 millones adicionales de marcos para financiar el esquema de prestaciones asistenciales, teniendo además en cuenta la pérdida de percepciones fiscales. Ello añadirá alrededor de 0,2 puntos porcentuales de PIB al déficit presupuestario, que podía poner en peligro la previsión de un déficit en 1997 que supondrá el 2,9% del PIB (ya revisado al alza desde una estimación inicial del 2,5%). La situación presupuestaria impide que se puedan plantear soluciones fiscales al problema del paro. Aumentar el gasto o reducir impuestos implicaría dejar de lado el cumplimiento de los criterios de convergencia de Maastricht. De hecho este último objetivo sigue siendo prioritario para el gobierno alemán.

Así se explican las recientes medidas de ahorro presupuestario, como la congelación temporal de los gastos públicos y la necesidad de una autorización expresa para las partidas superiores a 500.000 marcos. Dichas medidas ya se aplicaron, también de forma suplementaria en el presupuesto de 1996, y, a pesar de ello, el déficit se desvió en 18.400 millones sobre el objetivo previsto, alcanzando una cifra total de 78.300 millones (3,5% del PIB). La cifra

considerada en el presupuesto de 1997 es de 53.300 millones.

La revisión al alza del déficit deja a su vez poca holgura para abordar las reformas fiscales y del sistema de pensiones. Además podía incluso impedir que Alemania llegase a cumplir el objetivo presupuestario de Maastricht. El anuncio de los planes de reforma fiscal para 1999 ha provocado una aguda polémica, no sólo con la oposición sino también dentro del propio gobierno alemán. Es probable que la reforma finalmente tenga lugar, pero los términos de la misma pueden resultar significativamente diferentes a los planteados inicialmente por el Ministerio de Finanzas alemán, si realmente se llevan a cabo acuerdos entre los distintos partidos y se alcanza en consenso. Según la propuesta inicial del Ministerio de finanzas, los impuestos se reducirán y simplificarán, de forma que se puedan estimular tanto la inversión como la creación de empleo: El plan prevé: (a) el recorte de los tipos máximo y mínimo del impuesto sobre la renta personal, desde el 53% y 25,9% actuales, hasta el 39% y el 15% en 1999; (b) reducción desde el 47% al 35% para los pequeños negocios, y desde el 45% al 35% para las sociedades por los beneficios sin distribuir, y desde el 30% al 25% para los distribuidos; (c) un aumento en el impuesto sobre el valor añadido, desde el 15% al 16%; (d) una ampliación de la base tributaria por la disminución o eliminación de desgravaciones y exenciones fiscales por un total de 35.000 millones de marcos; (e) además el "recargo de solidaridad" añadido a los impuestos personales, para financiar la reconstrucción de Alemania del Este, podría ser recortado en dos puntos hasta el 5,5%.

Según el Ministerio de Finanzas, con la reforma fiscal se simplificaría el sistema impositivo, se reducirían los estímulos a la evasión impositiva y se favorecería la demanda, la inversión, el crecimiento económico y la creación de empleo. Las primeras estimaciones cifran su impacto en una reducción de la carga fiscal de 7,5 mil millones de marcos en 1998 (por la reducción del recargo de solidaridad) y de 30 mil millones en 1999. Sin embargo, es la percepción de que este beneficio será distribuido en favor de las rentas más altas lo que ha disparado la polémica. Además existe la incertidumbre de si el aumento del IVA y los recortes en las deducciones serán suficientes para financiarlo. Dichas dudas parecen peligrosas

cuando tras los ingresos impositivos se encuentra un nivel de gasto público que es cerca del 50% del PIB. Esta reforma, a parte de sus efectos redistributivos, parece plantearse en un momento delicado cuando existen calendarios europeos que cumplir. Además, la crítica a la misma se amplía por el lado de que puede ser insuficiente en el sentido de que no logra el objetivo de simplificación pretendido (mantiene múltiples tipos marginales), a parte de que siguen existiendo interacciones entre impuestos, cargas a la Seguridad Social y beneficios.

La política monetaria alemana no parece tener tampoco mucho margen de maniobra. Según el informe del Bundesbank de enero, la política monetaria no puede ser indiferente al aumento del desempleo, especialmente en un período cuando la inflación se encuentra bajo control. No obstante tanto la política monetaria como la salarial han realizado una aportación positiva a la coyuntura, mientras que la política fiscal se ha movido en una zona más incierta. Los tipos de interés oficiales se encuentran en niveles muy reducidos actualmente: en el 2,50% el tipo de descuento y en el 4,50% el lombardo, de forma que los tipos interbancarios oscilan alrededor del tipo de los repos, que se sitúa en el 3%. Aunque exista algún margen en los tipos de interés, teniendo en cuenta el nivel moderado de la inflación, el condicionante de la situación cambiaria es importante. Aunque el efecto inmediato sobre la inflación no parece estimarse elevado, la depreciación acumulada es muy elevada.

La inflación, medida por la tasa interanual de crecimiento de los precios de consumo, ha pasado desde un 1,4% en diciembre hasta un 1,8% en enero. Actualmente parece reducido el riesgo de que pueda superar el 2% y permanecer sobre dicha tasa. No obstante es probable que los precios industriales y al por mayor reflejen en buena medida la depreciación del marco y el aumento en los precios de bienes importados, que son en muchos casos *inputs* directos en los procesos productivos. En el caso de los precios de consumo el efecto será menor, en primer lugar por el efecto de una mayor cadena productiva, y, en segundo lugar, porque los precios de los servicios y de los alquileres juegan en sentido desinflacionario.

Los problemas actuales de la economía alemana son la falta de dinamismo económico, el desempleo y la difícil posición del déficit

público. La respuesta a los problemas podría venir de la mano de un mayor crecimiento económico, hecho sobre el que aún existen expectativas positivas, como se comentó inicialmente.

**La situación internacional, la situación europea. Los análisis de la reunión del World Economic Forum y del ECOFIN.**

La cumbre del World Economic Forum en Davos al final de enero, y principios de febrero ha mostrado un panorama de expectativas optimistas. El punto de vista generalizado es que la economía mundial crecerá durante 1997 a un ritmo saludable (4%) y que no se vislumbran ni conflictos políticos ni *shocks* financieros graves en el horizonte. Un elemento fundamental del escenario es el crecimiento de la economía de Estados Unidos, que se espera que sea combinado con una tasa moderada de inflación y un mercado financiero al alza. Entre los elementos que podían moderar esta visión positiva se encontrarían los temores de alguna corrección en los mercados financieros o el riesgo de un aumento en las posturas proteccionistas. En este sentido cabe destacar que la Administración norteamericana destacó en Davos la necesidad de que las economías emergentes, tanto de Latinoamérica como de Asia, abrieran sus mercados, que pudieran comprometerse en la elaboración de un calendario de reducciones de barreras comerciales, entre los que se incluyen, reducción de aranceles, cuotas y restricciones a la inversión extranjera.

En relación con la situación de los países europeos, las manifestaciones realizadas en Davos se centraron en la formación inicial de la Unión Monetaria. Dos cuestiones se comentaron: la probabilidad de que en la fecha inicial un número suficiente de países cumpliera los criterios y la conveniencia de que el conjunto de países mediterráneos retrase su entrada. La opinión expresada por ciertos directivos de grandes empresas, a la que se unieron algunos

políticos, parece recoger las dudas sobre un escenario cada vez más próximo. Las dudas abarcan hasta países como Francia y Alemania, y se plasman en que sólo un porcentaje pequeño de empresas han comenzado sus preparaciones estratégicas. En relación con la reserva expresada hacia los países Mediterráneos (Italia, España y Portugal) quedó claro que la convergencia era factible para España que ha mostrado un significativo avance en materia de inflación.

La reunión del ECOFIN el 17 de febrero mostró cierto optimismo respecto a la situación económica de la Unión europea. Según el Consejo, el crecimiento en la economía europea se está mostrando duradero; aunque aún permanece en términos modestos en algunos países, en otros es más pronunciado, y, en conjunto está basado en sólidos fundamentos y tiene potencial para continuar y fortalecerse los próximos años. Los puntos negativos, siguiendo el consenso general, se encuentran en la situación del empleo, que demanda políticas que contribuyan a mejorar el funcionamiento de los mercados de producto y de trabajo. Por otra parte, el Consejo también llama la atención sobre la necesidad de seguir avanzando en la consolidación fiscal de algunos Estados Miembros, lo cual contribuirá a reducir los tipos de interés.

Adicionalmente se señaló que se confirmaban las previsiones hechas por la Comisión en noviembre de 1996, es decir que tras un crecimiento en 1996 de un 1,6% (aún no plenamente confirmado), las perspectivas son de una tasa del 2,3% para 1997. El optimismo respecto al futuro, aunque matizado mientras la recuperación se mantiene gradual, se basa tanto en indicadores positivos (es el caso de la confianza del consumidor), como en la situación de fundamentales (una inflación reducida, la apreciación del dólar y la sana posición financiera de las empresas).

## INFORME ECONÓMICO ANUAL DE LA COMISIÓN EUROPEA(\*)

---

El pasado 12 de Febrero la Comisión Europea (CE) publicó el Informe de referencia, que expone brevemente la evolución de la economía de la Unión Europea (UE) hasta la fecha, diagnostica las causas de las tendencias favorables y desfavorables observadas en esa evolución y hace recomendaciones, y algunos pronósticos condicionados, para el futuro.

El Informe no contiene modificaciones de importancia respecto a los pronósticos y recomendaciones de informes anteriores. En líneas generales mantiene la opinión manifestada en ellos: la Unión Monetaria Europea (UME) y la moneda única aumentarán a medio plazo el ritmo de crecimiento económico de la Comunidad así como los esfuerzos para cumplir las condiciones del Tratado de Maastricht para poder acceder a ella, aunque supondrán sacrificios a corto plazo y podrán causar una disminución pasajera del ritmo de crecimiento. Además, de todos modos, las medidas de ortodoxia fiscal y financiera que imponen las condiciones de Maastricht son indispensables si se quiere conseguir un progreso económico estable y continuado, es decir con Maastricht o sin Maastricht, con o sin UME, los países, miembros de la UE tiene que esforzarse en cumplirlas. En resumen: la Comisión Europea no presta atención a las voces, que últimamente se están haciendo más frecuentes, de los que piden un aplazamiento de la entrada en vigor de la UME.

Entre esas voces destaca la de los "Cinco Sabios" alemanes en su informe anual sobre la economía de su país. Los Cinco Sabios, reconociendo desde luego que la reducción de los déficit públicos y una política monetaria sana son necesarias para un desarrollo satisfactorio de la economía, estiman que el esfuerzo conjunto de los países aspirantes a la UME para reducir sus déficit y su inflación tiene el peligro grave de reducir demasiado la demanda global

y provocar un recesión; por ello proponen que el ajuste (disminuir los déficit, la deuda y la inflación) exigido por Maastricht se haga más despacio, y que para ello se aplase un año o dos la entrada en vigor de la UME.

Hay que reconocer que los argumentos de los Cinco Sabios son de peso, y para algunos convincentes; sin embargo la Comisión Europea en su informe, aunque no los ignora, los deja bastante de lado y, según algunos comentaristas pesimistas, hace gala de un optimismo algo forzado y recomienda a las autoridades competentes de los países miembros continuar con su política de reducción de déficit e inflación para cumplir las condiciones de Maastricht.

Quizá lo más interesante del Informe no es la reiteración de la necesidad de cumplir las condiciones de Maastricht sino el análisis que hace de los peligros y ventajas de los avances tecnológicos, de la globalización de la economía y de la consiguiente sustitución de trabajo por capital y del aumento del paro que produce.

El Informe es optimista:

"Desde el último Informe.. la convicción creciente de muchos estados miembros de que es necesario un ajuste presupuestario han causado importantes beneficios. Tanto los tipos de interés a largo como los a corto han bajado y se han hecho más convergentes y la estabilidad de los tipos de cambio ha mejorado. El progreso hacia la UME está ayudando a muchos estados miembros a vencer algunos de los obstáculos más importantes que dificultan un crecimiento continuado y la creación de empleo, en concreto unos altos tipos de interés y las turbulencias monetarias... Gracias a este suavizamiento general de las condiciones monetarias y a la creciente credibilidad de la consolidación presupuestaria en muchos estados

miembros, las perspectivas de una subida continuada de la actividad económica y del empleo han mejorado considerablemente."

No faltan quienes creen que el optimismo de la Comisión es exagerado, en especial respecto al paro, y que es un error afirmar que la perspectivas de mejora del mismo están aumentando. La propia Comisión matiza su optimismo:

"[La recuperación de la actividad económica] contribuirá a una cierta mejora de la situación del paro. Sin embargo la fuerza de trabajo está aumentando y, aunque es probable que el paro baje gradualmente en 1997 y algo más deprisa en 1998, su nivel continuará siendo alto."

La reducción de los déficit presupuestarios ha rebajado también las presiones inflacionistas, que a su vez, unidas a la perspectiva de subidas salariales moderadas, están haciendo posible una reducción notable de los tipos de interés que, en un entorno internacional favorable, podrían resultar en un crecimiento económico satisfactorio en 1997 y 1998.

El Informe rechaza tajantemente –para algunos demasiado– la opinión, bastante extendida, de que la globalización y los avances tecnológicos son los causantes del escaso crecimiento y del aumento el paro en la Unión Europea:

"En realidad son esencialmente el resultado de obstáculos macroeconómicos al crecimiento que existen dentro de la Comunidad, a saber:"

i) "Un aumento insuficiente de la capacidad productiva: en los últimos años de la década de los 80 y en los primeros de la de los 90 aumentaron las presiones inflacionistas en la Comunidad al aumentar demasiado deprisa la demanda en relación con la capacidad productiva";

ii) "Un *mix* de políticas económicas con distorsiones... que condujeron a recargar demasiado la tarea de la política económica. En realidad una política presupuestaria demasiado permisiva desde 1988 y aumentos de salarios desde 1990, incompatibles con la estabilidad de precios, causaron una subida de los tipos de interés que a su vez produjo una desaceleración del crecimiento y de la creación de empleo en la recesión de 1992–

93 [un análisis certero de la recesión española de esos años: recordemos el aumento del déficit presupuestario en los años 80 y la huelga general de 1988];"

iii) "Turbulencias monetarias: las crisis cambiarias, que en gran medida reflejaban una falta de credibilidad de las políticas económicas de varios países y una falta de coordinación dentro de la Comunidad, han tenido efectos negativos sobre el crecimiento económico, tanto en países cuyas monedas se apreciaron como en los que se depreciaron. El ejemplo más reciente ha sido la turbulencia monetaria en la primavera de 1995 que, junto con la subida de los tipos de interés a largo plazo y con la depreciación del dólar norteamericano, interrumpieron la recuperación que había empezado sólidamente a mediados de 1993."

Desde luego es muy cierto que las causas citadas han contribuido al aumento del paro y a la desaceleración del crecimiento económico dentro de la Comunidad. Pero ¿Lo explican todo? ¿No habrán contribuido también a esos desarrollos negativos las inevitables distorsiones causadas por los avances tecnológicos y la globalización creciente de la economía? El Informe no comparte esta interpretación, y hay que conceder que sus argumentos son de peso.

Según el Informe el papel de los avances tecnológicos viene expresado, aunque sólo sea aproximadamente, por el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), que es igual al porcentaje del crecimiento anual del PIB que excede de los aumentos anuales de los *inputs* en trabajo y capital. Desde luego el crecimiento de la PTF refleja también las mejoras en el nivel educativo y técnico de la población y en la eficiencia organizativa de las empresas, pero aún así no nos equivocaremos demasiado si le consideramos un índice, aunque sea algo burdo, de los avances tecnológicos.

Pues bien en los años 90, a pesar de notables avances tecnológicos, especialmente en informática y comunicaciones, la PTF siguió creciendo muy despacio, como ocurría desde mediados de los años 70 y en los primeros años 90, en los que el ritmo de crecimiento de años anteriores había bajado mucho. (Ahora parece que está mejorando). Todo ello muestra que el avance tecnológico no es, ni mucho menos, el único factor que determina el ritmo

del progreso económico y la evolución del paro. Según el Informe los datos estadísticos no prueban que exista una correlación estrecha entre avance tecnológico y PTF y, en este caso concreto, entre el PTF comunitario y paro.

El avance tecnológico supone un cambio continuado en la estructura del empleo: disminuye el porcentaje en agricultura e industria manufacturera y le aumenta en servicios y en las áreas de comunicación, información, sanidad, nuevas tecnologías, ocio y cuidado del medio ambiente. Las nuevas tecnologías eliminan puestos de trabajo mal pagados y sin cualificación y crean otros más productivos, más técnicos y mejor pagados. Eso es lo que, según el Informe, está ocurriendo en la Comunidad, aunque uno de sus subproductos, desde luego lamentable, sea el aumento del paro.

En palabras del informe...

"La evolución insatisfactoria del empleo en la Comunidad durante la primera mitad de los años 90 se atribuye a veces a los efectos de rápidos avances tecnológicos y a una globalización creciente [de la economía mundial]. Sin embargo esas opinión a menudo no tienen en cuenta el impacto económico total de esos fenómenos."

"Los avances tecnológicos y organizativos, la evolución hacia una economía basada en el conocimiento, y una mejor asignación internacional de los recursos han sido y continuarán siendo los factores clave para conseguir mejoras a largo plazo de la productividad, un mayor crecimiento económico, y un aumento del empleo y del nivel de vida de la Comunidad. Sin embargo esos avances implican cambios continuos en la estructura del producto y del empleo y tienden a reducir la demanda de trabajadores de bajo nivel de calificación."

"Para aprovechar plenamente los beneficios potenciales del avance tecnológico y de la globalización es necesario que el crecimiento macroeconómico sea lo suficientemente fuerte para absorber los recursos dejados ociosos por una productividad más alta. En el terreno estructural será necesario"

i) "que un funcionamiento eficiente de los mercados de bienes y servicios facilite el ajuste, permitiendo cambios rápidos en los precios relativos, de modo que los cambios estructurales se

realicen sin brusquedad ni altibajos y de un modo aceptable para la sociedad."

ii) "que un mejor sistema educativo y de formación profesional aumente la oferta de trabajadores cualificados y que se tomen medidas para fomentar el empleo de los no cualificados."

El Informe repite una vez más sus recomendaciones tradicionales: hay que mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo, capital y bienes de consumo, completar la puesta en vigor del Mercado Único Europeo, avanzar en la creación de las redes transeuropeas de telecomunicaciones y de transporte, reducir la regulación excesiva en muchas áreas, suprimir los obstáculos a la entrada ciertas profesiones y mercados, en especial a la creación de pymes, etcétera.

El Informe insiste en la necesidad de aumentar la flexibilidad de los costes laborales y del empleo, en su opinión el elemento clave—desde luego unido a políticas monetaria y fiscal sanas— para crear empleo y reducir paro.

De especial interés es su análisis de la evolución de la productividad del trabajo en la Comunidad en los últimos veinte años. En esas dos décadas el crecimiento anual medio de la misma ha sido un 2%, del cual aproximadamente la mitad se ha debido a avances tecnológicos y la otra mitad a sustitución de trabajo por capital a nivel macroeconómico. Comparado con la situación en EE.UU., vemos que allí casi no ha tenido lugar una sustitución de trabajo por capital aunque el ritmo de progreso tecnológico americano haya sido ligeramente inferior al de la Comunidad.

Parece pues que el gran problema de la Comunidad es la sustitución de trabajo por capital, que según el Informe es el resultado de tres tendencias. En primer lugar se han hecho más inversiones para sustituir trabajo por capital que para aumentar la capacidad productiva. En segundo lugar, dentro de la división internacional de trabajo, la Comunidad se ha especializado en ramas de producción intensivas en capital y con trabajadores de alto nivel de cualificación. Y en tercer lugar algunos sectores productivos, caracterizados por ser intensivos en trabajo y con empleos de baja productividad, han cesado de existir en la Comunidad.

A pesar del enorme y preocupante nivel de



paro en la Comunidad, el Informe no condena a rajatabla la sustitución de trabajo por capital, porque cree que es un medio para conseguir un crecimiento intenso de la actividad económica, aumentando así el nivel de vida. Sin embargo en la presente situación de paro intenso y continuado en la Comunidad esa sustitución crea un doble problema.

En primer lugar el crecimiento macroeconómico de la Comunidad no es lo suficientemente intenso para crear el número de empleos necesario para absorber a los que han quedado sobrantes, aunque en opinión del Informe están mejorando las condiciones para que se intensifique el ritmo de crecimiento económico de la Comunidad.

En segundo lugar la tendencia a sustituir trabajo por capital puede considerarse como el reflejo de un desequilibrio entre los precios relativos del capital y del trabajo, y en especial como consecuencia de un ajuste insuficiente en el mercado de trabajo. Después de la primera crisis del petróleo unos salarios elevados y unos costes laborales extrasalariales altos, y en algunos casos una gran rigidez de la seguridad de empleo, hicieron que el factor de producción trabajo se hiciese menos atractivo para las empresas, que se vieron obligadas a sustituirle por capital para preservar su competitividad. Sin embargo desde entonces los mercados de trabajo de la Comunidad se han ido ajustando gradualmente a los nuevos precios relativos. Desde principios de los años 80 los aumentos de la productividad conseguidos mediante la sustitución de trabajo por capital en general han cesado de reflejarse en unos salarios más altos, contribuyendo así a una mejora considerable del nivel de beneficios de las empresas. Esta evolución está creando las condiciones necesarias para un crecimiento económico basado en la ampliación de la capacidad productiva y en inversiones creadoras de empleo, a medida que vayan mejorando las perspectivas de aumento de la demanda; sin embargo sus efectos beneficiosos solo se hacen sentir lentamente en la intensidad en empleo del crecimiento.

Otro camino, más rápido, hacia el objetivo de un modelo de crecimiento más intensivo en trabajo sería el fomentar una ampliación hacia abajo de la escala de salarios, aproximándola a la de EE.UU.. (Aquí el Informe no se atreve a llamar las cosas por sus nombres y emplea una

pública expresión que significa crear empleos mal pagados). Así, el reducir los costes salariales en el tramo inferior de la escala de salarios permitiría que empleos de poca productividad siguieran siendo rentables (o se hicieran rentables) para las empresas. Sin embargo el Informe considera inaceptable la solución norteamericana:

"Por razones sociales y políticas la introducción del enfoque americano, que ha producido una considerable baja en los salarios reales de los trabajadores no cualificados, no es ni factible ni deseable en la Comunidad. Por ello es necesario un crecimiento macroeconómico fuerte, basado en una inversión intensa y ayudado por soluciones pragmáticas, como las aprobadas en el Consejo de Ministros Comunitario de Essen en Diciembre 1994, [soluciones que fueron atacadas por el célebre economista norteamericano Krugman, que las tachó de "cajón de sastre" y de poco efectivas] encaminadas a conseguir un contenido mayor de empleo en el crecimiento sin perjudicar la competitividad."

El informe continúa en la misma vena que el Consejo de Essen:

"Para conservar, si bien reformados, los ingredientes básicos del modelo social europeo, se deberían seguir los siguientes enfoques pragmáticos:"

"Los acuerdos salariales entre los agentes sociales deberían permitir una mayor diferenciación según las cualificaciones de los trabajadores, entre regiones y hasta cierto punto también entre sectores productivos. Los costes laborales no salariales [básicamente contribuciones a la seguridad social] que recaen sobre los salarios más bajos debería reducirse, compensando la baja consiguiente de los ingresos presupuestarios con un control más estricto de los aumentos en el gasto público y/o mediante aumentos en otros impuestos (o en impuestos para mejorar el medio ambiente). De modo similar se podrían introducir salarios temporales de entrada para trabajadores no cualificados, jóvenes y parados largo tiempo. Además es probable que una mayor flexibilidad en acuerdos sobre tiempo de trabajo [como horas trabajadas y trabajo nocturno o temporal], según las necesidades específicas de empresas y trabajadores, la utilización de trabajo voluntario a tiempo parcial, y la promoción de iniciativas

locales, creasen nuevos empleos y una mayor participación en el mercado de trabajo."

"Continúa siendo necesario mejorar la respuesta de los mercados laborales a cambios en la economía mediante una modernización de la organización del trabajo, una mayor movilidad profesional y geográfica, y una diferenciación entre costes laborales según sus productividades respectivas; [también] es esencial mejorar la educación y la formación profesional de modo que la mano de obra pueda adaptarse rápidamente a los cambios tecnológicos. Estas actuaciones son también necesarias para evitar estrangulamientos en la oferta de trabajo y una reavivación de la inflación salarial en cuanto se reduzca el paro."

En resumen: un comentarista más bien negativo diría que las recomendaciones del infor-

me pueden resumirse como "más de lo mismo" y que el Informe no concede la atención debida a las objeciones de los que temen que una introducción de golpe de una ortodoxia monetaria y fiscal en los países candidatos a entrar en la UME no vaya a provocar una recesión, al disminuir brutalmente la demanda global. Es un temor compartido implícitamente por instancias tan dignas de crédito como los "Cinco Sabios" alemanes que, como hemos dicho antes, acaban de sugerir aplazar un año o dos la entrada en vigor de la UME y de la moneda única para evitar ese peligro.

#### NOTAS

(\*) Traducción, resumen y comentarios de Ricardo Cortes.

# Sistema Financiero

---

## TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE VALORES

---

Antonio Mora Sánchez  
Universidad de Alcalá

### 1. INTRODUCCIÓN

---

La coyuntura alcista que el mercado de valores español viene registrando en los dos últimos años y que se manifiesta en las tendencias de sus variables más significativas, está propiciando un acercamiento acelerado de nuestro mercado a los más importantes de nuestro entorno. Sin embargo, persisten todavía algunas situaciones que nos diferencian y que están relacionadas con nuestro retraso relativo en el marco institucional y el funcionamiento del mercado. Este impulso reciente ha sido favorecido en buena medida por el contexto internacional favorable de los mercados de valores que se ha transmitido de forma inmediata al de nuestra economía por nuestro mayor grado de integración y la creciente participación del capital extranjero en nuestro mercado.

### 2. TENDENCIAS DE LAS VARIABLES BÁSICAS DEL MERCADO

---

El mercado de valores ha registrado en los dos últimos años una evolución muy positiva como se refleja en los cuadros núm. 1 y 2, en los que se recogen los índices de la Bolsa de Madrid y las cifras de contratación y capitalización. La revalorización de los índices de precios en 1996, en torno al 40%, sitúan la rentabilidad del mercado en este año entre las más altas de la última década y entre las mayores de todas las bolsas internacionales.

La contratación efectiva prácticamente se duplicó respecto al año anterior, representando la renta fija la mitad de la total, hecho desconocido por su importancia desde hace décadas. A su vez, la capitalización bursátil también aumentó significativamente, aproximándose la representatividad de la misma con relación a la producción nacional a la cifra que alcanza en los mercados de nuestro entorno.

Entre las causas fundamentales que justifican las tendencias del mercado anteriormente señaladas debe destacarse en primer lugar, la fuerte reducción registrada en los tipos de interés a corto y largo plazo en nuestra economía, que ha llevado a situar el tipo de interés de la subasta de préstamos a diez días por el Banco de España en el 6% en enero de 1997; tipo de interés que se encontraba situado en el 14,7% en diciembre de 1990, en el 9,25% el mismo mes de 1995 y en el 6,25% en diciembre de 1996. La tendencia señalada ha supuesto también la reducción del diferencial de la deuda española a diez años con el bono alemán desde los 375 puntos básicos en 1996 hasta cifras por debajo de 100 a principios de 1997.

La caída en los tipos de interés ha sido posible por la reducción de la tasa de inflación española que se situó a finales de 1996 en el 3,2% y por la mejora de las variables del equilibrio macroeconómico que permiten la aproximación a las condiciones de convergencia de Maastricht y con ello acceder a la Unión Mone-

CUADRO NÚM. 1  
ÍNDICES DE LA BOLSA DE MADRID

Años	Índice general		IBEX-35		Índice total	
	Índice	Variación (en porcentaje)	Índice	Variación (en porcentaje)	Índice	Variación (en porcentaje)
1985.....	100,0				100,0	
1986.....	208,3	108			215,9	116
1987.....	227,2	9	2.407,10		242,8	12
1988.....	274,4	21	2.727,50	13	302,8	25
1989.....	296,6	8	3.000,00	10	336,8	11
1990.....	223,3	-25	2.248,80	-25	260,9	-23
1991.....	246,2	10	2.603,30	16	299,9	15
1992.....	214,3	-13	2.344,60	-10	277,8	-7
1993.....	322,8	51	3.615,20	54	433,0	56
1994.....	285,0	-12	3.087,60	-15	393,0	-9
1995.....	320,1	12	3.630,76	18	454,7	16
1996.....	443,4	39	5.144,90	42	-	-

Datos de cierre del año.  
Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO NÚM. 2  
CONTRATACIÓN EFECTIVA Y CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL  
(Miles de millones de pesetas)

Años		Acciones	Efectos Públicos	R.F. Privada	Derechos y Warrants	Total
1995.....	Contratación	6.598	3.769	504	7,8	10.880
	Capitalización	22.899	1.861	1.597		26.357
1996.....	Contratación(*)	9.521	8.879	389	6,2	18.794
	Capitalización(**)	28.436	1.737	1.604		31.786

(\*) Hasta el 16 de noviembre.

(\*\*) Cifras a 30 de noviembre.

Fuente: Bolsa de Madrid.

taria y al Euro con el primer grupo de países de la Unión Europea. Las perspectivas de reducción de la inflación, el déficit y la deuda pública junto a las mejores expectativas para la tasa de crecimiento real, reducen la prima de riesgo para la economía española y permiten esperar reducciones adicionales en los tipos de interés, en línea con las tendencias de otros mercados internacionales y con ello cabe esperar potenciales efectos alcistas sobre las cotizaciones de los mercados de valores.

Otras variables que también ejercen un efecto significativo en la evolución al alza de las cotizaciones son: El ahorro del sector privado interior cuyo volumen registra una tendencia creciente y que a través de la inversión institucional (fondos de inversión y de pensiones), ha elevado progresivamente la cuantía de sus colocaciones en renta variable ante la evolución a la baja de los tipos de interés y la elevación de las rentabilidades esperadas en bolsa por las expectativas alcistas del mercado.

La tendencia seguida en los últimos ejercicios por el saldo bruto de las inversiones de los no residentes, recogida en el cuadro núm. 3, constituye otra variable fundamental en el comportamiento del mercado, tanto por el elevado porcentaje que la misma representa con relación a la contratación efectiva total como por los valores en los que se materializa, siendo éstos los de mayor representatividad en los índices bursátiles básicos de nuestro mercado.

El aumento de los beneficios de las empresas cotizadas y la rentabilidad por dividendos del mercado español, que se sitúa entre las más elevadas de los mercados internacionales, así como la mayor rotación de las acciones y la disminución de la volatilidad del mercado contribuye a la mejora de la eficiencia del mismo, y por tanto a incentivar la demanda de títulos, fundamentalmente a través de los fondos de inversión con mayor orientación hacia la inversión en bolsa y la participación creciente de los inversores no residentes.

CUADRO NÚM. 3  
INVERSIÓN EXTRANJERA EN ACCIONES  
DE SOCIEDADES COTIZADAS  
(Importes efectivos en miles de millones de pesetas)

Años	Compras	Ventas	Inversión neta
1987.....	1.488	1.067	420
1988.....	1.089	868	221
1989.....	1.696	1.000	696
1990.....	1.668	1.105	563
1991.....	1.651	1.341	310
1992.....	1.835	1.477	358
1993.....	3.030	2.104	926
1994.....	3.458	3.336	122
1995.....	3.464	3.001	462
1996(*).....	4.175	4.149	26

(\*) Total a octubre.

Fuente: Bolsa de Madrid.

La atracción que las privatizaciones de empresas públicas tienen para los inversores particulares e institucionales, y la admisión a cotización de nuevas empresas de sectores básicos de nuestra economía constituyen un estímulo adicional para que nuevos ahorradores participen en el mercado directamente como inversores particulares contribuyendo al aumento de la demanda, a la difusión del conocimiento del mercado y reforzando la participación de las instituciones en el mismo.

La modificación de la fiscalidad de las plusvalías, que ha mejorado su tratamiento, y la aparición de nuevos productos, más atractivos para los ahorradores y con menor riesgo como los fondos garantizados, los productos vinculados a los índices, y los warrants, entre otros, son elementos que refuerzan también la tendencia actual de las cotizaciones.

CUADRO NÚM. 4  
VOLUMEN DE EMISIONES  
(Miles de millones de pesetas)

Años	Emisiones de Empréstitos				Total
	Ampliaciones de capital	Efectos Públicos	Renta Fija Privada	Total	
1991.....	188	3.596	844	4.440	4.628
1992.....	133	1.884	519	2.403	2.536
1993.....	351	8.984	1.359	10.344	10.695
1994.....	704	2.915	1.549	4.465	5.169
1995.....	128	3.460	774	4.234	4.362
Ene-Nov. 1996.....	65	4.853	633	5.486	5.551

Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO NÚM. 5  
AMPLIACIONES DE CAPITAL  
(Miles de millones de pesetas)

Años	Suscripción		Conversión		Total general	
	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo
1991.....	242	104	35	83	277	188
1992.....	185	92	21	41	206	133
1993.....	200	311	22	41	223	351
1994.....	309	635	22	69	331	704
1995.....	113	123	4	5	117	128
1996.....	41	60	9	24	50	83

Fuente: Bolsa de Madrid.

### 3. LA OFERTA Y LA DEMANDA EN EL MERCADO DE VALORES

Por el lado de la oferta de títulos, en el cuadro núm. 4 se recoge la evolución del volumen de emisiones entre 1991 y 1996 y en el cuadro núm. 5 se desagregan las ampliaciones de capital en el mismo período. Con relación a la renta variable, las emisiones de acciones realizadas por empresas ya cotizadas en la Bolsa (ampliaciones de capital) se redujeron, en términos nominales y efectivos en 1995 y aún más en 1996, siendo ambas cifras las más bajas desde 1991. El volumen de las ampliaciones en pesetas efectivas se redujo un 35% entre 1995 y 1996, siendo la cifra de 1995 la menor de la década de los noventa; puede afirmarse, así, que las empresas españolas no acudieron a la Bolsa para financiar sus proyectos de inversión sólo fue significativo únicamente y por sectores el aumento del volumen de emisiones registrado en el sector eléctrico.

Las emisiones de títulos de renta fija aumentaron en 1996, aunque las emisiones de títulos privados se redujeron en los dos últimos años y se elevaron por el contrario muy significativamente los volúmenes de emisión de deuda pública. Este comportamiento se justifica por la disminución de los tipos de interés en la economía española a corto y largo plazo, que afecta positivamente a la reducción del coste del endeudamiento público y refuerza y acelera las emisiones de deuda en las que se viene materializando un porcentaje muy elevado de las colocaciones del ahorro de los inversores particulares e institucionales.

El mercado de valores registró también un aumento muy significativo de la oferta de títulos de renta variable por las Ofertas Públicas de Venta (OPV) de acciones realizadas por ocho

CUADRO NÚM. 6  
EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO Y PARTÍCIPES  
DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN  
(Miles de millones de pesetas)

	FIM		FIAMM	
	Patrimonio	Participes (unidades)	Patrimonio	Participes (unidades)
31/12/1988.....	547	518	221	43
31/12/1989.....	541	446	329	104
31/12/1990.....	542	376	620	194
31/12/1991.....	1.906	663	1.964	482
31/12/1992.....	2.993	900	3.288	777
31/12/1993.....	5.529	1.447	4.741	1.101
31/12/1994.....	5.276	1.442	5.960	1.351
31/12/1995.....	5.196	1.315	6.990	1.602
30/11/1996.....	8.494	2.015	9.379	2.075

Fuente: Bolsa de Madrid.

empresas, que representaron un aumento de casi 96 millones en el número de títulos ofertados, de los cuales el Estado era propietario de un 66%. Las OPV realizadas por el Estado se llevaron a cabo mediante las privatizaciones de las empresas públicas, Repsol (11% de su capital), Argentaria (25%) y Gas Natural (3,81%), desapareciendo, en este último caso, la participación accionarial directa en esta empresa por parte del Estado.

Las empresas privadas admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid realizaron también Ofertas Públicas de Venta (OPV) entre las que destacan las de Sol Meliá, Tele Pizza, Miquel y Costas & Miquel, Abengoa y Global Steel Wire, ascendiendo el volumen total de las nuevas admisiones a 25.000 millones de pesetas nominales. Por otra parte, fueron 15 las sociedades excluidas de la cotización, representando un volumen superior a los 24.000 millones de pesetas nominales, y situándose con ello en 361 las sociedades que negociaban sus títulos en la Bolsa de Madrid a finales de 1996.

Los volúmenes totales de admisión a coti-

zación de acciones (suma de las nuevas sociedades admitidas y las ampliaciones de las ya cotizadas) se redujeron en 1996 más del 70% respecto al año anterior debido al bajo número de las ampliaciones de capital realizadas.

Respecto a las tendencias de la demanda de títulos en el mercado de valores, puede esperarse que el favorable comportamiento del ahorro privado en la economía española contribuya a potenciarla, y especialmente la de renta variable, ante la significativa reducción de los tipos de interés y las expectativas a la baja de los mismos. Por lo que las familias, bien directamente o fundamentalmente a través de la inversión institucional, orientarán sus colocaciones hacia este mercado, constituyéndose en un factor clave de potenciación de la demanda.

Los ahorradores como personas físicas representaron en 1996 el 8% aproximadamente del volumen efectivo negociado, los inversores institucionales más del 30% (instituciones de inversión colectiva y sociedades de valores por cuenta propia), la inversión de los no residentes más del 40%, y el resto, inversiones por cuenta propia de los bancos y las empresas no financieras.

La demanda de valores que realizan los inversores extranjeros tiene una importancia decisiva en el mercado español tanto para la renta fija (deuda pública) como para la renta variable, así, del comportamiento de los inversores extranjeros depende en buena medida la evolución del mercado español en el que ésta representa, como ya destacamos, más de dos quintas partes de la contratación de acciones. La evolución de los propios mercados internacionales en los que estos inversores se encuentran localizados, las perspectivas de la economía española en relación con las tendencias y expectativas de las variables básicas de

CUADRO NÚM. 7  
INVERSIÓN INSTITUCIONAL EN ESPAÑA  
(Miles de millones de pesetas)

	1992	1993	1994	1995	1996 (e)
Patrimonio de los Fondos de Inversión .....	6.280	10.295	11.236	12.193	18.229
Patrimonio de SIM y SIMCAV .....	347	415	396	417	500
Patrimonio Fondos de Pensiones.....	961	1.130	1.506	2.133	3.132
TOTAL .....	7.588	11.839	13.140	14.744	21.861
Incremento respecto al año anterior.....	45,40%	56,02%	10,97%	12,20%	48,26%

(e) Estimaciones del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid

Fuente: Bolsa de Madrid.

los equilibrios macroeconómicos y principalmente en relación con las posibilidades del cumplimiento de las condiciones para acceder a la Unión Monetaria y el Euro condicionan las expectativas de los tipos de interés y de cambio de nuestra divisa, determinando así la rentabilidad de la inversión exterior en nuestro mercado y con ello la evolución de las cotizaciones.

El crecimiento acelerado del patrimonio de los inversores institucionales, que hasta fechas recientes mantenían sus colocaciones en activos del mercado monetario y/o en renta fija, tienden a reorientar sus inversiones hacia la renta variable por las continuas reducciones de los tipos de interés y las exigencias de rentabilidad de sus clientes. Ello supone un doble refuerzo de la presión de la demanda de renta variable, en primer lugar por el crecimiento acelerado de su patrimonio como se observa en el cuadro núm. 6 en los últimos años, y también por la reorientación de sus inversiones.

La demanda de títulos fue potenciada también en 1996 por las 19 Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS) que fueron presentadas en dicho año, de las cuales 17 se resolvieron positivamente, representando estas operaciones una cuantía superior a los 250.000 millones de pesetas, más del doble de lo que representaron las 15 operaciones realizadas en 1995. Siendo las dos operaciones más importantes registradas en 1996, la de Endesa sobre Fecsa y Sevillana, y la de Air Products sobre Carburos Metálicos.

Las perspectivas del mercado pueden sintetizarse tomando como referencia las tendencias de la demanda y la oferta de títulos y las previsiones realizadas a finales de 1995 por la Bolsa de Madrid que sitúan la demanda de títulos hasta el año 2000 en unos 63 billones de pesetas, mientras que la oferta interior de los mismos será de unos 50 billones, lo que representa un exceso de demanda que tenderá a presionar al alza las cotizaciones, en condiciones normales de los mercados. Desequilibrio que sólo podría paliarse mediante aumentos significativos de la oferta a través de las privatizaciones que actualmente se llevan a cabo y con otras ya anunciadas e incentivando la inversión de los ahorradores nacionales en los mercados exteriores.

### 3.1. Las privatizaciones de empresas públicas: La OPV de Telefónica

La oferta de títulos se vio significativamente elevada por las privatizaciones de empresas públicas en 1996 y también se verá incrementada en 1997 por las Ofertas Públicas de Venta (OPV) de las acciones de otras empresas en las que todavía el Estado mantiene participaciones significativas y que han sido y serán colocadas en el mercado en el próximo futuro.

La evolución positiva de los resultados de empresas públicas muy importantes en nuestra economía, la fase alcista del presente ciclo bursátil y la necesidad de reducir la deuda pública en circulación y el déficit público, son argumentos que justifican y refuerzan la continuidad e incluso la aceleración del proceso privatizador, que por otra parte es coincidente con las prácticas de otros países y especialmente en el continente europeo.

El cuadro núm. 8 recoge las participaciones estatales en empresas públicas a finales de 1995 y 1996 y en el cuadro núm. 9 se resumen las privatizaciones realizadas entre 1988 y 1996, por las que se ingresaron en las arcas del Estado más de 1,5 billones de pesetas, mientras que la privatización que actualmente se desarrolla de Telefónica representará por sí sola para el Estado una cifra significativamente superior al medio billón de pesetas. La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales ha enviado además al Consejo Consultivo de Privatizaciones el diseño de una nueva OPV para Repsol en el segundo trimestre de 1997 por el 10% de su capital y con una valoración bursátil a principios del año de 165.000 millones de pesetas.

CUADRO NÚM. 8  
PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EN EL CAPITAL  
DE EMPRESAS PÚBLICAS  
(En porcentajes)

Empresas	31-12-95	31-12-96
Argentaria.....	50,9	26,75
Ence.....	53,1	53,1
Endesa.....	66,9	66,9
Gas Natural.....	3,8	0,0
Repsol.....	21,0	10,0
Tabacalera.....	52,4	52,4
Telefónica.....	20,9	0,11(*)
Transmediterránea.....	95,2	95,2

(\*) 21-2-97

Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO NÚM. 9  
PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS PÚBLICAS

Empresa	Años	Porcentaje del capital	Cuántía en millones de ptas.
Argentaria .....	1993	25	
	1993	25	
	1996	25	450.000
Ence.....	1995	18	11.700
Endesa.....	1988	18	
	1994	10	260.000
Gas Natural.....	1996	3,8	37.000
Repsol.....	1989	26	
	1992	9	
	1993	13	
	1995	19	
	1996	11	670.000
Telefónica .....	1995	12	182.000
Total.....			1.610.700

Fuente: Bolsa de Madrid.

La primera OPV de Telefónica se produjo en 1995 con la venta del 12% de su capital, que supuso la enajenación de 112 millones de acciones y unos ingresos para el Estado superiores a los 182.000 millones de pesetas, reduciendo la participación pública en la empresa al 20,9%.

A finales de 1996 se anunció la segunda privatización (OPV) de acciones de Telefónica de España S.A. La oferta la realiza la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales S.A. (SEPPA), que era la titular de las acciones del Estado en Telefónica. La distribución del capital de Telefónica se repartía en esa fecha entre el 15% propiedad del BBV, Argentaria y la Caixa, más del 64% entre accionistas minoritarios y el resto en poder del Estado. Con fecha de 20 de diciembre de 1996, el Consejo de Ministros autorizó al Ministerio de Hacienda la venta hasta el 20,9% de las acciones de Telefónica de España, S.A. El Estado Español participaba en el capital de Telefónica de España, S.A. a través de la Dirección General del Patrimonio del Estado indirectamente mediante la SEPPA en un 20,9% y con la Sociedad Estatal de Patrimonios II, S.A. en un 0,11%.

El número de las acciones en venta se corresponde prácticamente con la totalidad de la participación estatal en el capital social de la empresa que representa 196.738.320 acciones de Telefónica de España, S.A., lo que supone una operación cinco veces mayor que la anterior OPV de la empresa y será la mayor operación realizada hasta la fecha en nuestro país.

De estas acciones fueron objeto de la OPV, como oferta inicial, 171.076.800 acciones (18,21% del capital) más 20.529.216 de títulos (2,19) que se corresponden con el green shoe que lo integran los títulos destinados a la reserva para que las entidades aseguradoras de la venta de acciones puedan satisfacer el potencial exceso de demanda de títulos. Con ello la oferta final objeto de la OPV será de 191.606.016 (el 20,4% del capital) y las restantes 4.393.984 acciones (0,5%) se destinarían a la entrega de una acción gratis por cada 20 para aquellos accionistas que acudan a la OPV mantengan el mismo número de títulos durante un año.

Con relación a las características concretas de la OPV y como se refleja en el cuadro núm. 10, la oferta inicial de acciones se desagrega en distintos tramos; para inversores nacionales e internacionales y entre los nacionales se separa los títulos que se destinan a los ahorradores minoristas y a los institucionales, en este apartado y ante la creciente demanda potencial (sobredimensionada en parte por la competencia en la colocación entre los bancos agentes para maximizar el cobro de los consumidores y mejorar su posición futura en cuanto al porcentaje de participación en el capital de la empresa privatizada, circunstancia que ha sido puesta de manifiesto por la propia CNMV) de títulos en la primera fase de la OPV el volumen de acciones destinado a los inversores minoristas nacionales se amplió desde el 50% de la oferta total en la fase inicial hasta el 60% e incluso ante el fuerte racionamiento producido (al superar la demanda solicitada en mas de 5 veces la oferta correspondiente) esta última cifra podrá verse ampliada mediante los 20,5 millones de títulos que se destinan al green shoe. El banco agente de la OPV es el Banco Exterior de España y los coordinadores de la oferta fueron Argentaria, BBV, La Caixa, Caja Madrid y Morgan Stanley.

Las condiciones generales para los inversores minoritarios se pueden sintetizar en una petición mínima de 50.000 pesetas y un máximo de 10 millones, garantizándose un número mínimo de 100 títulos y el 1,9% de las cantidades adicionales solicitadas. Se establece también un descuento en el precio final del 4% para los minoristas, del 6% para empleados y jubilados y del 8% para el Fondo de Pensiones y se promete además la entrega gratis de una acción por cada 20 para aquellos inversores que mantengan las acciones durante un año.



CUADRO NÚM. 10  
 REPARTO DE LAS ACCIONES DE TELEFÓNICA OBJETO DE LA OPV  
 (Cifras en miles de acciones y porcentajes)

OFERTA FINAL (20,4%) 191.606	Oferta inicial (18,21%) 171.077 (100%)	Tramos nacionales 116.332 (68%)	— Minoristas: 102.646 (60%)	a) Minorista general (descuento 4%) (56%)
	Green Shoe (2,19%) 20.529	Tramos internacionales 54.745 (32%)	— Institucional: 13.686 (8%)	b) Empleados y jubilados (3%) c) Fondos de Pensiones (1%)
			a) EE.UU.: 21.350 (12,5%)	
			b) Reino Unido: 15.876 (9,3%)	
			c) Europa Continental: 13.686 (8%)	
			d) Resto del Mundo: 3.832 (2,2%)	

Fuente: CNMV; Folleto de la OPV de Telefónica.

El precio máximo quedó fijado el 10 de febrero de 1997 en 3.385 pesetas por acción y el 17 de febrero de 1997 se fijó, al cierre de los mercados, el precio definitivo de la colocación en 3.239 pesetas para los minoristas al que se aplica el descuento del 4% y en 3.360 pesetas para el tramo institucional, lo que supone para las arcas públicas unos ingresos superiores a 600 mil millones de pesetas después de la operación el Estado mantiene el 0,11% del capital de Telefónica.

Así pues, el proceso formal de privatización iniciado con el registro del folleto de la OPV en el CNMV el 17 de enero de 1997 hasta la fecha de liquidación de los títulos el 21 de febrero de 1997, transcurren poco más de un mes tras el cual se inicia la cotización de las acciones objeto de la oferta.

Para la oferta de 196 millones de acciones, la demanda potencial alcanzó los 1.069 millones por lo que ésta fue 5,45 veces superior al volumen de la oferta total. Los inversores minoristas nacionales demandaron 738 millones de títulos (9,4 veces la oferta inicial de 78 millones); que fue posteriormente elevada hasta los 102,6 millones. El comportamiento de la demanda potencial del mercado en la OPV es un factor clave para la realización con éxito de futuras privatizaciones de empresas públicas, así como un indicador del potencial de absorción de nuevos títulos por parte del mercado, lo que vendría a ser un reflejo tanto del crecimiento del ahorro como principalmente de la reorientación de los ahorradores particulares y de los institucionales hacia el mercado de capitales. Las estimaciones realizadas sitúan en 800

mil millones de pesetas el ahorro total dirigido hacia la OPV de Telefónica y la capacidad de absorción del mercado en 1,2 billones de pesetas por año es por ello por lo que las autoridades económicas han acelerado el ritmo de las privatizaciones de otras empresas que si las circunstancias coyunturales de los mercados se mantiene firme supondrá la colocación en el mercado de acciones de empresas públicas privatizadas por una cifra próxima a los tres billones de pesetas en los próximos cuatro años lo que permitirá reducir la participación del sector público en la actividad económica y la deuda pública en circulación y/o eventualmente contribuir a financiar la construcción de nuevas infraestructuras o compensar las pérdidas de otras empresas públicas deficitarias.

#### 4. INTERNACIONALIZACIÓN, MERCADO UNICO DE VALORES Y REFORMA DEL MERCADO ESPAÑOL

La liberalización de los movimientos de capitales y la desregulación de los mercados financieros ha producido en los mercados de valores en la década de los noventa un proceso de integración e internacionalización de los mismos de tal importancia que este hecho se ha constituido en uno de los acontecimientos más importantes registrados en las economías industriales en las últimas décadas.

Este proceso de globalización de los mercados de capitales debería suponer una asignación más eficiente de los recursos financieros a nivel internacional que serían canalizados a través del funcionamiento integrado de

todos los mercados de capitales y constituirían en el próximo futuro un único mercado de carácter universal (Fabozzi y Modigliani, 1992).

La integración creciente de los mercados de valores se produce para toda la gama de activos negociados en los mismos (títulos de renta variable, fija y productos derivados) y tiene como causas fundamentales, la liberalización de los mercados y de las posibilidades de actuación de los agentes que intervienen en los mismos; la incorporación de las innovaciones tecnológicas informáticas y las telecomunicaciones, a la actividad de los mercados, el crecimiento acelerado de la participación de los inversores institucionales en los mercados de capitales (fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros), así como la generalización de la titulización con la que se sustituyen los activos tradicionales para la instrumentación de la financiación por otros que se incorporan a títulos valores susceptibles de ser negociados en los mercados.

El nivel de internacionalización de los mercados de capitales puede relacionarse con la participación de la inversión extranjera en los mercados nacionales así como con las empresas extranjeras que cotizan en dichos mercados. Evidentemente, la importancia relativa del capital extranjero depende del tamaño del mercado y del número de empresas foráneas cotizadas, de las exigencias para la admisión a cotización en los distintos mercados y del tamaño relativo de las empresas en las economías nacionales.

Uno de los objetivos fundamentales de las reformas realizadas en los mercados de valores internacionales pretende la atracción del capital extranjero hacia la inversión en sus mercados así como la elevación del número de empresas admitidas a cotización, ya que con el aumento del tamaño de los mercados será más factible la mejora de las funciones básicas de los mismos y especialmente la mejora de su eficiencia relativa en la asignación del ahorro. Por otra parte, el aumento del volumen de negocio afectará también positivamente a su actividad económica interna.

El mercado de valores español ha registrado un proceso de internacionalización acelerado tras la incorporación de nuestro país en 1986 a la actual Unión Europea y muy especialmente como consecuencia de la reforma del

mercado iniciada en 1988 y consolidada en los noventa. Sin embargo, la internacionalización de nuestro mercado se ha producido decisivamente por la participación creciente de la inversión de los no residentes y no por la admisión a cotización de empresas extranjeras. En este sentido, y en sentido contrario, han sido las grandes empresas españolas las que han solicitado su admisión a cotización en los mercados de valores líderes, fundamentalmente en los de Nueva York y Londres.

La inversión de no residentes en la bolsa española tiene, como ya señalamos, una participación muy elevada, lo que incrementa obviamente la importancia del mercado y potencia su eficacia pero puede afectar negativamente a su volatilidad, y muy especialmente en períodos de inestabilidad en los mercados internacionales.

El proceso de integración de la bolsa española con los principales mercados del mundo se aceleró, como ya señalamos, a finales de los ochenta reflejándose su intensidad actualmente en la inmediatez de la respuesta del mercado español a las fluctuaciones de los mercados líderes del mundo, registrando los índices de la Bolsa de Madrid y el de la Bolsa Mundial de Morgan–Stanley un grado de correlación cada vez más elevado en los noventa.

En el contexto de la Unión Europea la existencia de más de cuarenta mercados de valores nacionales constituye un problema de especial relevancia porque ello supone una dimensión media de los mismos muy reducida. Sólo existe un mercado líder con carácter internacional (Londres) y las regulaciones nacionales de estos mercados impiden el funcionamiento de lo que actualmente se denomina el Mercado Único de Valores.

En la práctica y aunque desde los años setenta existen iniciativas para facilitar la integración entre los mercados de valores nacionales más importantes, los avances no se orientan hacia la constitución de un único mercado de valores que opere en el conjunto de los países miembros, sino que la Unión Europea potencia la integración entre los mercados de capitales nacionales armonizando las legislaciones para lograr un espacio común y neutral que facilite la competencia.

La regulación del Mercado Unico de Valores

se fundamenta en cuatro principios que se desarrollan en ocho Directivas. Los principios se refieren a la libertad de establecimiento y la licencia única, la exigencia de obligaciones de información idénticas para todas las empresas cotizadas, la difusión de las operaciones realizadas y la prohibición de utilizar información privilegiada.

La Directiva 93/22/CEE relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables en vigor desde el 1 de enero de 1996 constituye una pieza clave en la construcción del Mercado Único de Valores, regulando la licencia única en estos mercados, el derecho de establecimiento y la libertad de acceso a los mercados regulados en condiciones de miembros por parte de las empresas de inversión. Esta Directiva exige modificaciones importantes de la ley 24/1988 del Mercado de Valores.

La reforma de la ley anterior que deberá ser aprobada en fechas próximas traslada a la regulación española la Directiva 93/22/CEE afectando de forma sustantiva a la ordenación de nuestro mercado.

Una de las consecuencias más importantes derivadas de la aplicación de esta Directiva al mercado de valores español consiste en permitir el acceso directo de las entidades de crédito a los mercados de valores regulados (los mercados secundarios oficiales actuales), si bien en España esto no se aplicará hasta el 1 de enero del año 2000; quedando así equiparadas las entidades de crédito a las empresas de servicios de inversión en cuanto a su capacidad para operar en dichos mercados. Se regula también un mecanismo nuevo para nuestros mercados de valores, el Fondo de Garantía de Inversiones que asegurará una indemnización a los inversores clientes de intermediarios que se vean afectados por cualquier tipo de insolvencia. La nueva ordenación, por último, redefine también el ámbito de la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## 5. RESUMEN Y PERSPECTIVAS

El ciclo alcista de la Bolsa española coinciden con otro similar en los principales mercados del mundo, y supone para los inversores y específicamente para las familias un aumento muy relevante en su riqueza neta; sin embargo este hecho no ha producido, a corto plazo y

medio plazo, un aumento apreciable en el consumo privado. Las empresas tampoco han utilizado el mercado de capitales en los dos últimos años para financiar sus proyectos de inversión, como se observa en las ampliaciones de capital y las emisiones de las empresas cotizadas en los dos últimos años. Sin embargo, algunas empresas, principalmente públicas, ya cotizadas y otras privadas mediante operaciones de OPV, han colocado en el mercado un volumen importante de títulos aprovechando la pujanza del mercado y la capacidad de absorción del ahorro interno y que tanto por la vía de los inversores individuales como principalmente a través de la inversión institucional se orientan cada vez con mayor intensidad hacia la renta variable. Un acontecimiento especialmente relevante en la bolsa española ha sido la operación de Oferta Pública de Venta (OPV) de acciones de la empresa Telefónica en la que el Estado mantenía una participación relativa destacada y que con su privatización ha supuesto la operación de privatización más importante realizada en la bolsa española y que ha supuesto con una aportación al Estado superior a los 600 mil millones de pesetas.

El mercado de capitales españoles ha registrado por otra parte y desde mediados de los ochenta, con la incorporación a la actual U.E. y especialmente desde principios de los noventa, (con la modificación de la ordenación del mercado –Ley del Mercado de Valores y creación de la CNMV–), un proceso acelerado de integración e internacionalización con los principales mercados del mundo, sin embargo la constitución del Sistema Financiero Único que para los títulos valores se concretará en el Mercado Único de Valores, exige una nueva reforma de nuestro mercado con objeto de adecuarlo a la regulación europea en este campo y que básicamente se concreta en la adaptación a la Directiva de Servicios de Inversión y que supondrá cambios significativos en el mercado de capitales español más allá del año 2000, lo que potenciará una mayor integración de nuestro mercado con los mercados internacionales y especialmente con los europeos, hecho imprescindible para mejorar nuestra posición relativa entre las bolsas europeas que ya mejoraron decisivamente con la modernización tecnológica y operativa que la nueva ordenación permitió desde los primeros años noventa.

## BIBLIOGRAFÍA

- Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de Julio del Mercado de Valores (versión 12-11-96).
- Bolsa de Madrid (1996): *Informe del Mercado 1995*. Madrid.
- Bolsa de Madrid (1996): *La Bolsa de Madrid en 1996*. Madrid.
- Bolsa de Madrid (1996): "La Bolsa de Madrid en 1996: Resumen de Actividad". n.º. 50, Diciembre, pp. 4 – 28.
- Bolsa de Madrid (1997): "Un año clave para la Inversión Institucional". No. 51, Enero, pp. 16 – 19.
- CNMV (1997): *Folleto de la OPV de Telefónica*. Madrid.
- Fabozzi, F. J. y Modigliani, F. (1992): *Capital Markets Institutions and Instruments*. Prentice – Hall. New Jersey.
- Garner, A. (1988): "Has the stock market crash reduced consumer spending?". *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. April, Vol. 73, n.º. 4, pp. 3 – 16.
- Mora, A. (1997): "Introducción a los mercados de capitales" en: I. Olmeda (Coord): *Técnicas Avanzadas de Predicción Bursátil*. Universidad de Alcalá. Servicio de Publicaciones. Alcalá de Henares.
- Sánchez, A. (1996): "Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley de Mercado de Valores". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XV, Abril – Junio, pp. 357 – 373.
- Steil, B. (1996): *The European Equity Markets*. European Capital Markets Institute. London.
- Torrero, A. (1995): "La renta variable en España. Una perspectiva económica". *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Bolsa de Madrid – Universidad de Alcalá. Madrid.

## DIEZ PREGUNTAS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

---

Santiago Carbó Valverde

El fuerte crecimiento que han experimentado los fondos de inversión en España es, con toda seguridad, el hecho financiero más notable en términos cuantitativos de los últimos años, y que, a nivel microeconómico, refleja las profundas transformaciones en los hábitos inversores del ahorrador en nuestro país. Los trabajos y opiniones más convencionales sobre los fondos han tendido a evaluar de forma muy favorable el comportamiento de los éstos, y su impacto sobre los mercados financieros españoles. Sin embargo, existen aspectos controvertidos sobre su tratamiento fiscal, sus riesgos y sus implicaciones para las entidades financieras, que merecen considerarse y que obligan a aproximarse al análisis de los fondos con una mayor cautela. Es, pues, conveniente plantearse algunas cuestiones clave sobre el comportamiento de los fondos de inversión en nuestro país, que revisen tanto sus elementos más favorables como los que obligan a una mayor cautela.

### 1. ¿Por qué resulta de interés estudiar la expansión de los fondos de inversión en España en los últimos años?

---

El sistema financiero español, en línea con lo acontecido a escala internacional, ha experimentado profundas transformaciones en las dos últimas décadas. Los procesos de desregulación, desintermediación e innovación tecnológica y de producto son, entre otros, los factores que explican los importantes cambios en el funcionamiento y comportamiento de los mercados y entidades financieras. La extraordinaria expansión de los fondos de inversión es, probablemente, el síntoma más notable del proceso de desintermediación, pero también está muy relacionada con la liberalización y con la introducción de innovaciones financie-

ras. Por ello, el análisis del comportamiento de estas instituciones de inversión colectiva permite desvelar algunas de las cuestiones sobre la situación del sistema financiero español.

Todos los indicadores descriptivos de los fondos de inversión (patrimonio, número de partícipes y número de instituciones) reflejan su extraordinario crecimiento en lo que va de década (cuadro núm. 1). Si se analiza el patrimonio, se observa que los fondos de inversión mobiliaria (FIM) lo han multiplicado por 15 en 1990-1996, mientras que el de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), es a fines de 1996 aproximadamente 30 veces el de principio de década. La suma del patrimonio de los FIM y FIAMM superaba los 18,5 billones de pesetas en diciembre de 1996(1). Por su lado, el fuerte aumento del número de partícipes (a fines de 1996 superaba ampliamente los cuatro millones para el conjunto de los FIM y FIAMM) refleja la tendencia a la "universalización" de este producto entre los ahorradores españoles. Por último, es también destacable la proliferación de nuevos fondos (recogido en el incremento del número de instituciones), ya que se ha pasado de 171 FIM y 41 FIAMM en diciembre de 1989 a 779 y 178, respectivamente, siete años más tarde.

### 2. ¿Qué ventajas ofrecen estos instrumentos financieros al inversor?

---

Los fondos de inversión son instituciones de inversión colectiva que agrupan el ahorro de una pluralidad de partícipes con el fin de constituir una cartera lo suficientemente cuantiosa como para ser gestionada de forma profesionalizada. Precisamente, gracias a ese volumen, los fondos tienen acceso en mejores condiciones a mercados vedados a inversores indivi-

CUADRO NÚM. 1  
EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS PRINCIPALES MAGNITUDES DE LOS FIM Y FIAMM (1989-96)

Fecha	Patrimonio (en millones ptas.)		Número de participes		Número de Instituciones	
	FIM	FIAMM	FIM	FIAM	FIM	FIAMM
1989 Dic.....	540.557	329.219	446.684	104.199	171	41
1990 Dic.....	542.812	619.722	376.165	193.800	206	62
1991 Dic.....	1.905.972	1.964.087	663.152	482.017	285	88
1992 Dic.....	2.992.555	3.287.810	882.759	588.605	371	106
1993 Dic.....	5.557.837	4.736.734	1.446.894	1.101.412	441	130
1994 Dic.....	5.287.287	5.962.282	1.440.629	1.356.007	528	138
1995 Dic.....	5.199.893	6.993.227	1.334.331	1.611.184	602	154
1996 Dic.....	9.204.741	9.490.731	2.179.436	2.109.893	779	178

Fuente: Comisión Nacional Mercado de valores y Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

duales, proporcionando al mismo tiempo la suficiente liquidez y diversificación (evaluada por la relación rentabilidad/seguridad) a los diferentes participes.

Por tanto, los fondos se aprovechan, gracias a su cuantía, de las economías de escala que se dan en los mercados financieros mayoristas (monetarios y de capitales), ya que, al constituirse en grandes inversores, tienen un acceso más fácil, a menor coste y con mayor liquidez a los títulos que se negocian en ellos. Por su parte, la creciente complejidad de los mercados financieros hace aconsejable contar con un asesoramiento y gestión profesional que no siempre está al alcance de un inversor particular.

En nuestro país, los fondos de inversión tienen una ventaja adicional: su tratamiento fiscal. Las participaciones que permanecen en el tiempo gozan de una rentabilidad financiero-fiscal muy ventajosa comparada con la de cualquier otro instrumentos financiero sustitutivo (por ejemplo, depósito a plazo y letras del tesoro). Ello se debe, por un lado, a que las ganancias de los fondos solamente se declaran a Hacienda cuando se vende la participación, no existiendo retenciones y reinvirtiéndose diariamente los rendimientos, que pasan a engrosar el capital. Por otro lado, la reforma de la fiscalidad de los fondos de inversión aprobada por el gobierno en junio de 1996 refuerza las ventajas fiscales de las participaciones mantenidas a medio plazo. Unas ventajas fiscales discriminatorias, discutibles en sus fundamentos, pero vigentes en la actualidad.

### 3. ¿Cuáles son las principales modalidades de fondos de inversión?

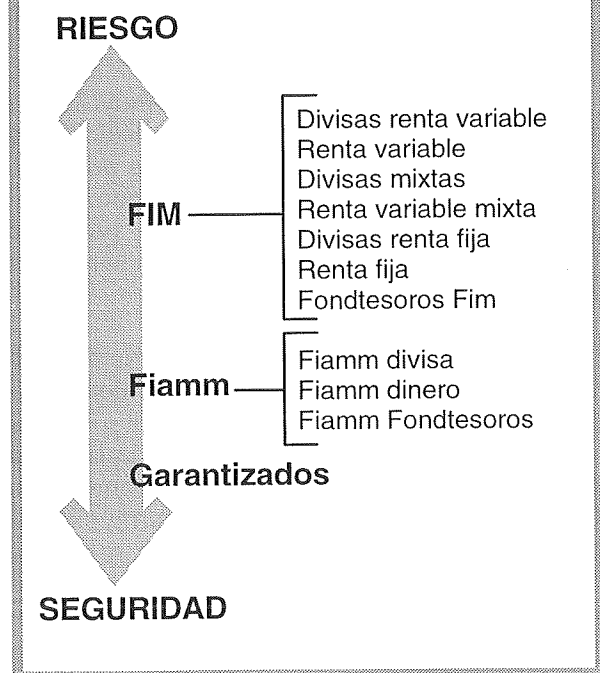
Otro rasgo notable de los fondos de inver-

sión es la gran variedad de clases que existen, lo que refleja el importante proceso de innovación financiera que ha experimentado este tipo de instrumentos de ahorro. Ya se ha indicado que existen fundamentalmente dos tipos de fondos: los FIM y los FIAMM. Los primeros deben contar con un patrimonio mínimo de 500 millones de pesetas, y pueden invertir en activos tanto de renta fija como de renta variable. Por su parte, los FIAMM tienen un patrimonio mínimo de 1.500 millones de pesetas, que se invierten en activos a corto plazo y de gran liquidez, lo que les permite experimentar una menor volatilidad ante las fluctuaciones de los tipos de interés. Asimismo, existe los denominados Fondtesoros, cuya cartera (95 por 100) está invertida en emisiones del Tesoro español. Pueden ser tanto FIM como FIAMM, en función de si la inversión se realiza en activos a largo o corto plazo.

Como indica la figura 1, los FIM y los FIAMM tienen diferentes modalidades, resultado de diferentes combinaciones de los activos descritos en las inversiones de los fondos. Así, por un lado, existen los FIM de renta fija, cuyo patrimonio se invierte exclusivamente en activos de renta fija; o los FIM de renta variable, con más de un 70 por 100 de sus inversiones en títulos de renta variable; por otro lado, existen fondos que combinan activos de renta fija, de renta variable y divisas en diferentes porcentajes, dando lugar a los fondos de renta fija mixta, de renta variable mixta y divisas mixtas, entre otros. De forma análoga, los FIAMM pueden ser FIAMM dinero (exclusivamente invertido en activos monetarios), FIAMM divisa y FIAMM Fondtesoro.

La elección de un tipo u otro de fondo dependerá básicamente de la aversión al riesgo

FIGURA 1  
PRINCIPALES TIPOS DE FONDOS  
DE INVERSIÓN



del inversor, así como de su horizonte temporal. La figura 1 clasifica, de forma aproximada, los fondos de menor a mayor riesgo (o, visto de otra forma, de mayor a menor seguridad). Dejando de lado los garantizados, que se analizan posteriormente, los fondos de mayor riesgo son aquellos que invierten fundamentalmente en renta variable y divisas (los mercados más vo-

látiles), y los de menor riesgo son los que se materializan en renta fija y, en especial, en activos emitidos por el Tesoro. El cuadro núm. 2 muestra las rentabilidades medias anuales ponderadas a 1, 3, 5 y 7 años de las distintas clases de fondos de inversión, en las que se observa una mayor estabilidad en el caso de los FIAMM y en los FIM de renta fija, aunque sus rentabilidades sean notablemente inferiores en el último año a las alcanzadas por los fondos de renta variable.

La principal innovación en el mercado de fondos de inversión español en los últimos años ha sido el fondo garantizado. Esta modalidad surgió en 1994 como respuesta a la necesidad de las economías familiares, en una coyuntura de los mercados financieros tan volátil como la de aquel año, de disponer de instrumentos de inversión seguros y exentos de sorpresas negativas resultantes de una evolución desfavorable del mercado. Esta clase de fondo, con un peso creciente en la totalidad de la industria de inversión colectiva, combina dos factores: el buen tratamiento fiscal y la posibilidad de conocer de antemano la rentabilidad mínima a obtener. Asimismo, han sido las grandes entidades de depósito las más activas en este segmento, por lo que el partícipe de un fondo de este tipo ha gozado de la garantía adicional de una institución crediticia de la máxima solvencia.

Los fondos garantizados también tienen sus limitaciones. En primer lugar, la garantía

CUADRO NÚM. 2  
RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES PONDERADAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN A 31 DICIEMBRE 1996  
(En porcentajes)

	1 año	3 años	5 años	7 años
<b>FIM</b>				
Renta fija .....	10,94	7,23	9,05	9,61
Renta fija mixta.....	15,01	7,73	9,69	9,65
Renta variable mixta.....	27,29	10,29	12,59	8,43
Renta variable .....	37,62	12,89	15,52	9,33
Fondtesoros.....	13,01	7,68	9,62	-
Divisas renta fija .....	10,35	3,73	10,63	10,47
Divisas mixtas.....	14,09	4,44	-	-
Divisas renta variable .....	13,70	2,19	11,21	6,06
<b>FIAMM</b>				
Fondos de dinero.....	6,99	7,20	8,73	9,68
Fondtesoros.....	6,89	7,27	8,80	-
Divisas .....	7,03	0,19	-	-
<b>TOTAL FONDOS .....</b>	<b>9,93</b>	<b>7,39</b>	<b>9,11</b>	<b>9,62</b>

Fuente: Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

suele ofrecerse cuando se suscriben las participaciones en un momento determinado. En segundo lugar, si la participación se reembolsa antes del vencimiento de la garantía, ésta se pierde por parte del partícipe, estándose a la valoración de ese momento según el mercado (*mark to market*), con independencia del efecto fiscal correspondiente. Por último, aparece la problemática fiscal de estos fondos: en el caso de que el fondo no alcance el valor de la participación garantizada, y el garante (entidad de depósito que respalda la operación) se vea obligado a abonar al partícipe la diferencia entre el valor liquidativo y el garantizado, esta diferencia no tiene el mismo tratamiento fiscal que las plusvalías obtenidas en el reembolso de participaciones, sino que será considerada como rendimiento del capital mobiliario (según una respuesta de la Dirección General de Tributos de 7 de noviembre de 1995)(2).

#### 4. ¿Qué factores explican la expansión de los fondos de inversión en España de los últimos años?

Es necesario adoptar una perspectiva histórica para identificar las causas del fuerte crecimiento de estos instrumentos de inversión colectiva. Desde la primera regulación legal de la inversión colectiva en España (1952 en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria y 1964 para los FIM) hasta 1989, estas instituciones tuvieron una importancia marginal por la estrechez de los mercados de valores de nuestro país. Por otra parte, sufrieron la crisis bursátil de los años setenta, como consecuencia de los elevados porcentajes de inversión en renta variable a los que estaban obligados por razones legales y de mercado. El cambio drástico de tendencia en la evolución de los fondos de inversión se produce a finales de 1989, muy probablemente motivado, aunque con cierto retraso, por la Ley 46/1984 de Instituciones de Inversión Colectiva, que, entre otras aportaciones, reguló los FIAMM. Desde 1989 hasta el presente, los fondos de inversión han mantenido una tendencia claramente alcista, excepto durante 1994, cuando se evidenció un estancamiento como resultado de la inestabilidad de los mercados financieros.

La entrada en vigor de la Ley 18/1991 del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, con su nuevo tratamiento fiscal de los incrementos y disminuciones patrimoniales,

fue un factor decisivo para la expansión de estos instrumentos. Las medidas liberalizadoras ya comentadas de junio de 1996 han reforzado el interés por estos instrumentos de ahorro, y explican, en buena medida, el fuerte crecimiento de los fondos en los últimos meses.

Por último, otros dos factores muy importantes han sido la decidida comercialización de los fondos por parte de las entidades de depósito (como respuesta a la durísima competencia por la captación de recursos a partir de 1990) y el crecimiento del ahorro familiar en los últimos años.

En suma, las rentabilidades financiero-fiscales de los fondos (cuadro núm. 2) comparadas con las de otros instrumentos alternativos (depósitos), en el actual contexto a la baja de los tipos de interés, son, junto a la apuesta de las entidades financieras por su comercialización y el comportamiento del ahorro, los grandes factores explicativos del fuerte crecimiento de estas instituciones de inversión colectiva en España en los últimos años.

#### 5. ¿Cuál ha sido la experiencia de otros países occidentales en materia de fondos de inversión?

Los fondos de inversión, como instrumentos de ahorro desintermediado que son, tendieron, en un principio, a expandirse más en aquellos países cuyos sistemas financieros tenían como eje principal los mercados y no tanto los intermediarios. Por tanto, estas instituciones de inversión colectiva proliferaron primero en los países anglosajones (Gran Bretaña y, especialmente, Estados Unidos), con mercados financieros muy desarrollados. Sin embargo, en la última década, los fondos de inversión han crecido considerablemente también en los sistemas financieros de países no anglosajones, lo que es reflejo claro del proceso de desintermediación.

El cuadro núm. 3 muestra el total de activos de la industria de los fondos de inversión en los 15 países de la Unión Europea (UE), además de EE.UU. y Japón, así como el porcentaje que supone ese montante en términos del PIB de cada uno de los países para 1996. EE.UU. es el primer país en términos de importancia cuantitativa de estos instrumentos, con más de tres billones de dólares, cifra que dobla el patrimo-



CUADRO NÚM. 3  
**IMPORTANCIA CUANTITATIVA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN  
 LA UE, EE.UU Y JAPÓN(\*)**  
 (Septiembre 1996)

Países	Total activos (Millones de dólares)	Patrimonio/PIB (Previsión 1996) (Porcentaje)
Austria.....	37.938	17,2
Bélgica.....	26.414	10,8
Dinamarca.....	8.336	5,1
Finlandia.....	1.937	1,7
Francia.....	546.863	34,6
Alemania.....	133.715	5,8
Grecia.....	15.028	13,2
Irlanda.....	7.735	-
Italia.....	108.239	10,4
Luxemburgo.....	338.236	2.650,9
Holanda.....	52.746	13,0
Portugal.....	14.082	14,6
España.....	128.327	26,1
Suecia.....	32.614	14,7
Reino Unido.....	180.564	18,2
Total UE.....	1.632.774	-
EE.UU.....	3.180.771	49,3
Japón.....	420.031	10,8

(\*) Los datos de EE.UU. y Japón son a 30 junio 1996.

Fuente: Federación Europea de Fondos y sociedades de Inversores e INVERCO.

nio de todos los fondos de inversión de la UE. Le siguen, por este orden, Francia (otro país con extraordinario crecimiento de los fondos de inversión en los últimos años), Japón, Luxemburgo, Alemania, Reino Unido y España. Por tanto, España es el séptimo país del mundo (y el quinto de la UE) en términos de volumen total de activos en fondos de inversión, lo que es ya un primer indicador de la gran expansión de esos instrumentos en nuestro país.

Más significativo, si cabe, es el valor de la

ratio "patrimonio de los fondos de inversión/PIB" (estimación para 1996), que sitúa a España (26,1%) en el cuarto lugar del mundo, únicamente por detrás de Luxemburgo (2650,9%, sin duda un caso extremo por ser centro financiero de primer orden), EE.UU. (49,3%) y Francia (34,6%). Dejando de lado el particular caso de Luxemburgo, la experiencia expansiva de nuestro país en materia de fondos de inversión se encuentra entre las más espectaculares de todos los países occidentales, particularmente si se considera que se ha producido en sólo siete años y con unos mercados financieros menos desarrollados que los de buena parte de los países de nuestro entorno.

## 6. ¿Qué entidades dominan el mercado de fondos de inversión en España?

El análisis de las cuotas de mercado del patrimonio de los fondos de inversión por grupos financieros (cuadro núm. 4) permite obtener algunas conclusiones significativas. Bancos y cajas de ahorros administran más del 86% de los activos totales de los FIM y en torno al 95% de los FIAMM a fines de 1996. Este aspecto revela la importancia de dos factores determinantes en el "éxito" del negocio de la inversión colectiva: la conveniencia de una amplia red comercial (como la de bancos y cajas) y la confianza que otorgan los inversores al respaldo de una entidad de depósito como matriz de la gestora.

Por otro lado, se observa una notable diferencia entre la cuota de mercado captada por los bancos (47,4% en FIM y 66,7% en FIAMM) y la de las cajas (29% en FIM y 28,4% en

CUADRO NÚM. 4  
**DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FIM Y FIAMM POR GRUPOS FINANCIEROS (1992, 1996) (\*)**  
 (En porcentajes)

	FIM Cuota (Porcentaje)		FIAMM Cuota (Porcentaje)	
	1992	1996	1992	1996
Cajas.....	27,83	29,05	27,29	28,36
Bancos.....	57,49	57,39	68,34	66,69
Sociedad de valores.....	5,57	4,98	2,89	1,90
Agencia de valores.....	0,73	1,15	0,50	0,36
Cía. seguros.....	4,60	5,05	0,55	0,72
Cooperativas Crédito y Otros.....	3,78	2,39	0,43	1,96
Total.....	100	100	100	100

(\*) Datos a 30 septiembre 1996.

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

FIAMM). Esta diferencia pone de relieve las distintas estrategias comerciales de ambos grupos de entidades hasta la fecha en materia de comercialización de fondos. Los bancos han realizado una comercialización más activa, probablemente por el mayor peso de sus pasivos de alta remuneración (consecuencia de sus menores ventajas competitivas a la hora de captar recursos ajenos baratos), mientras las cajas solamente parecen haberlo hecho para satisfacer la demanda de sus clientes más exigentes. En todo caso, las cajas han tendido a ganar cuota de mercado en el período 1992-96 (cuadro núm. 4), lo que demuestra su creciente interés por la comercialización de este tipo de producto(3).

### 7. ¿Qué implicaciones tiene el crecimiento de los fondos de inversión para las estrategias, la cuenta de resultados y el balance de las entidades financieras?

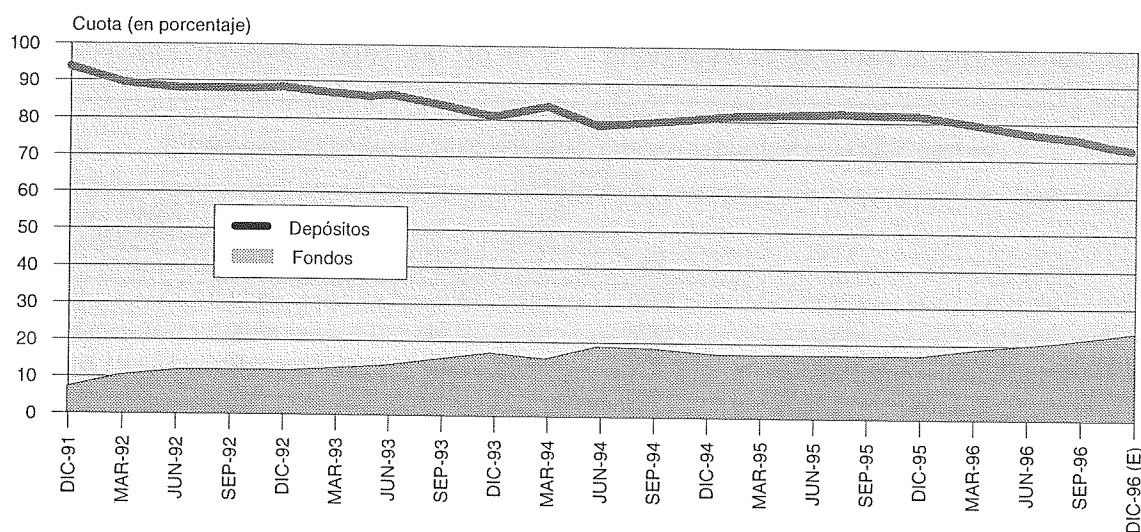
La promoción de fondos de inversión por las entidades de depósito se enmarca dentro de la estrategia bancaria que se conoce como desintermediación vinculada. Esta estrategia es una de las respuestas de las entidades de depósito ante el proceso de desintermediación bancaria que viven los mercados financieros españoles. El objetivo fundamental de esta estrategia es compensar los efectos negativos que la desintermediación representa para los balances y

cuentas de resultados de bancos y cajas de ahorros. Respecto a estas últimas, en los últimos años (y de forma notable en 1996), se ha producido un incremento sustancial del peso de las comisiones por este tipo de productos en los ingresos de las entidades financieras, que sólo ha compensado en parte la caída de los márgenes de intermediación.

Por otra parte, el considerable auge de los fondos de inversión, instrumento que no se recoge en los balances de las entidades de depósito, ha tenido como contrapartida unas débiles tasas de crecimiento en los depósitos en los últimos años, lo que ha contribuido a unos menores crecimientos de los balances. El porcentaje que los fondos de inversión suponen en el total de los recursos administrados por las entidades de depósito (depósitos + fondos de inversión) ha tendido a aumentar significativamente en los últimos años, pasando del 8% en diciembre de 1991 a superar ampliamente el 20% a fines de 1996 (gráfico núm. 1). Ello ha ido en detrimento de los depósitos, que suponen a fines de 1996 menos del 80% de los recursos administrados por las entidades de depósito.

El menor crecimiento de los depósitos tiene implicaciones sobre otras magnitudes bancarias, destacando entre ellas la financiación a la economía real. La financiación de las PYME en nuestro país depende en su mayor parte de los

GRÁFICO NÚM. 1  
LA DISTRIBUCIÓN ENTRE DEPÓSITOS Y FONDOS DE INVERSIÓN



créditos que les otorgan las entidades financieras, debido a que sus posibilidades de acudir a endeudarse a los mercados financieros son prácticamente nulas. Por consiguiente, el menor crecimiento de los depósitos y del balance de bancos y cajas ha supuesto, a su vez, un menor crecimiento (y una más limitada diversificación) de los recursos disponibles de activo y, *ceteris paribus*, de los créditos al sector real de la economía, variable muy importante para el fortalecimiento de la actividad productiva(4). Más adelante, volveremos sobre el impacto del auge de los fondos sobre las posibilidades de financiación de los diferentes agentes económicos.

Un aspecto controvertido del favorable tratamiento fiscal de estos vehículos de inversión es su impacto sobre la neutralidad entre instrumentos y entidades financieras. Ya se ha indicado que las ventajas fiscales que reportan los fondos de inversión han sido desfavorables para otros instrumentos de ahorro tanto intermediados (depósitos) como desintermediados (letras del Tesoro). En el caso de los efectos desfavorables sobre los depósitos, existen implicaciones sobre la neutralidad de la normativa legal para las entidades financieras. Las entidades financieras tradicionalmente más volcadas en la captación de depósitos y menos en los fondos (cajas de ahorros y cooperativas de crédito) pueden resultar perjudicadas si se mantiene la falta de neutralidad fiscal entre ambos instrumentos. Por ello, el tratamiento fiscal favorable a los productos de inversión colectiva no parece neutral en su impacto sobre la competencia de las entidades financieras, y su mantenimiento en el tiempo puede

generar importantes distorsiones en el comportamiento y la competitividad de las diferentes instituciones.

#### 8. ¿Qué impacto han tenido los fondos de inversión sobre los mercados monetarios y de capitales españoles?

La distribución del patrimonio de los fondos de inversión por clases de instrumentos permite conocer los principales destinos de las inversiones de este tipo de instituciones. El cuadro núm. 5 revela que en torno al 80 por 100 del patrimonio de los FIM y más del 90% de los FIAMM se invierten en fondos públicos y en adquisición temporal de activos. Por otro lado, es destacable el aumento del porcentaje de la renta variable en los FIM, así como el incremento en la liquidez de estas instituciones durante el período 1991-96.

Los datos de los destinos de las inversiones de estas instituciones de inversión colectiva ponen de relieve algunas implicaciones para los mercados monetarios y de capitales españoles. La deuda pública, principal activo monetario, ha sido y es la gran beneficiada de las inversiones de la cartera de los fondos de inversión. En este contexto, surgen varios aspectos relacionados. En primer lugar, los títulos públicos han sido prácticamente la única alternativa real de inversión, ya que en nuestro país no existe un "parque empresarial" potente de empresas de gran dimensión cuyos títulos ofrezcan garantías suficientes y se negocien en grandes volúmenes. Con otras palabras, el

CUADRO NÚM. 5  
DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FIM Y FIAMM (1991-1996) (\*)  
(En porcentajes)

	FIM		FIAMM	
	1991	1996	1991	1996
1. Liquidez .....	3,79	4,80	4,25	4,52
2. Saldo Neto (Deudores-Acreedores).....	0,90	0,13	0,35	0,07
3. Cartera interior.....				
3.1. Acciones y participaciones .....	2,49	5,20	0,00	0,00
3.2. Fondos públicos .....	48,11	38,81	45,45	42,15
3.3. Act. monetarios privados.....	2,18	0,48	10,30	1,36
3.4. Otros valores renta fija .....	15,45	6,98	1,78	0,47
3.5. Ops/Warran Nac. Compr.....	0,00	0,01	0,00	0,00
3.6. Adquisic. Temp. Act. ....	26,11	40,29	37,88	50,63
4. Cartera exterior.....	0,98	3,30	0,00	0,94
Total Patrimonio.....	100,0	100,0	100,0	100,0

(\*) Datos a 30 septiembre 1996  
Fuente: CNMV

mercado de deuda privada en España no tiene dimensión suficiente como para convertirse en un serio competidor de los fondos públicos(5). En segundo lugar, sin el espectacular crecimiento de los fondos, las necesidades de financiación del déficit de las administraciones públicas (AAPP) hubieran forzado al alza a los tipos de interés de emisiones públicas. Por último, algunos analistas consideran que el mayor peso de la deuda pública en las carteras de los fondos parece implicar que bancos y cajas han pretendido evitar que los fondos de inversión compitieran con la función prestamista al sector empresarial realizada por la matriz(6). En todo caso, los fondos de inversión han constituido un vehículo excelente para la financiación del fuerte endeudamiento de las AAPP y para el desarrollo del segmento de fondos públicos en los mercados monetarios.

El elevado peso de las adquisiciones temporales de activos pone de relieve la preferencia que los fondos de inversión muestran por los *repos* frente a la compra en firme de los activos subyacentes de deuda pública. Ello parece explicarse, entre otras razones, por las ventajas de este comportamiento para la entidad matriz: margen de intermediación como contrapartida del *repo* y crecimiento del tamaño de su balance.

En 1996, la expansión de los fondos de inversión no ha sido ajena a la fuerte revalorización bursátil y la cierta dinamización del mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) en España, en línea con la acontecida en los principales mercados de valores europeos e internacionales. Para 1997, las previsiones de (fuerte) crecimiento del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva superan holgadamente las de la financiación del (menor) endeudamiento de las AAPP, por lo que la Bolsa de Valores (a través de ampliaciones de capital e introducción de nuevas empresas en Bolsa), así como la financiación del sector privado (vía pagarés, bonos y obligaciones), pueden también beneficiarse de forma significativa.

#### **9. ¿Cuáles son los principales riesgos a nivel micro y macroeconómico asociados al comportamiento de los fondos de inversión?**

Para identificar los potenciales riesgos vinculados a las participaciones en instituciones

de inversión colectiva, es necesario recordar que una de sus características principales es la liquidez inmediata de estos activos; esto es, la posibilidad de monetización de la participación en un fondo a requerimiento de su titular. Por otra parte, ya se ha indicado que la rentabilidad para los partícipes depende de la de los activos de la cartera del fondo. Por tanto, como ha acontecido en los últimos tiempos en España, una Bolsa alcista, o la revalorización de los títulos de renta fija como consecuencia de la existencia de unos tipos de interés a la baja, permite la obtención de rentabilidades altas que, a su vez, sirven de reclamo para suscriptores potenciales de estos instrumentos.

Las participaciones en los fondos, sin embargo, no están aseguradas ni está garantizado el recobro del nominal invertido (excepto en el caso de los fondos garantizados). Es en este contexto donde surgen los potenciales riesgos micro y macroeconómicos y la potencial inestabilidad financiera. Ésta surge de la posibilidad de que no se cumplan las expectativas de los partícipes, frecuentemente alentados por las elevadas rentabilidades obtenidas en el pasado más cercano, e insuficientemente advertidos de la posible pérdida (parcial) del capital invertido si las cotizaciones de los títulos de renta variable caen o si los tipos de interés se muestran al alza. Esta situación, unida a la liquidez (y retirada) inmediata de las participaciones, puede ser origen de una potencial inestabilidad financiera, con pérdidas importantes para los partícipes y fuertes tensiones en los mercados de valores.

Por lo que hace referencia a los riesgos derivados de una mala gestión de la institución de inversión colectiva, es necesario indicar que hasta la fecha no había existido un Fondo de Garantía de Inversiones, muy similar al que existe en el sector bancario, y que respondiera de las pérdidas de empresa de servicios de inversión en quiebra, insolvencia o suspensión de pagos. Sin embargo, en el proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores, actualmente en trámite parlamentario, se introduce la creación del Fondo de Garantía de Inversiones, que será financiado por las instituciones de inversión y que responderá por las pérdidas de los partícipes hasta un máximo de 20.000 ecus.

## 10. ¿Cuáles son las perspectivas futuras del mercado de fondos de inversión en España?

Las previsiones cuantitativas sobre la evolución futura de los fondos de inversión en nuestro país sugieren que van a continuar creciendo a mayor ritmo que los restantes instrumentos de ahorro. Esto implicaría que el porcentaje de patrimonio financiero de las familias invertido en fondos seguirá aumentando en los próximos años. Así se pone de manifiesto en el cuadro núm. 6, que muestra el crecimiento del peso de los fondos en las carteras de los particulares en la última década y las previsiones para el año 2000, en el que se estima que en torno al 18-20% del patrimonio financiero familiar estará invertido en estos instrumentos. En todo caso, el cumplimiento de estas previsiones cuantitativas depende de factores como una favorable evolución del ahorro y de las cotizaciones bursátiles, así como del mantenimiento del actual tratamiento legal y fiscal, entre otros.

Por el lado de las previsiones de carácter cualitativo, es conveniente recordar las principales novedades para las instituciones de inversión colectiva que supondrá la futura aprobación y entrada en vigor de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, que se hará eco de la Directiva Europea de Servicios de Inversión. Además de la ya comentada creación del Fondo de Garantía de Inversiones, la nueva ley permitirá, entre otros aspectos, la introducción de los fondos de fondos, que se caracterizan por invertir fundamentalmente en otras instituciones de inversión colectiva. Por otro lado, la

nueva normativa facilita a los fondos la posibilidad de aumentar sus posiciones en derivados. Asimismo, la ley abrirá las puertas a que las sociedades gestoras puedan comercializar directamente participaciones de fondos de inversión.

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera y la Comisión Nacional del Mercado de Valores están trabajando conjuntamente para la elaboración de una nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (que reforme la existente desde 1984). Esta nueva ley permitiría incorporar nuevas figuras de fondos, y liberalizar y ampliar sus capacidades de inversión, lo que situaría a las instituciones de nuestro país en igualdad de condiciones con las del resto de los principales países de la Unión Europea.

Por último, en el contexto europeo, cabe esperar que con la moneda única se intensificará la comercialización transfronteriza de fondos. Aunque la libertad de inversión y prestación de servicios en la UE se estableció en 1990, el que los estados puedan legislar sobre la comercialización y tratamiento fiscal dentro de su jurisdicción impide que exista un verdadero mercado único de fondos. Aún así, en España se comercializan ya más de 300 fondos extranjeros (la mayoría desde Luxemburgo). No obstante, la implantación de una moneda única (y la consiguiente desaparición del riesgo de tipo de cambio) y la previsible mayor concentración de la actividad en determinados mercados de valores europeos, fomentarán la mayor competencia transfronteriza de fondos y el establecimiento de muchas instituciones en los principales centros financieros de la UE.

CUADRO NÚM. 6  
ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO FINANCIERO FAMILIAR, EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PREVISIONES  
(En porcentajes)

<i>Activo Financiero</i>	1985	1991	1995	P 2000
Depósitos bancarios .....	74,05	66,26	59,57	55,50
Inversión renta en val. mobiliarios .....	23,12	18,48	14,99	9,00
Renta fija .....	(9,58)	(6,75)	(4,64)	(2,00)
Renta variable .....	(13,54)	(11,41)	(9,11)	(7,00)
Otros val. no negociables .....	(0,00)	(0,31)	(1,23)	(0,00)
Fondos de inversión .....	0,40	5,73	12,88	18,00
Fondos de pensiones .....	0,00	1,38	2,71	7,00
Seguros .....	2,41	8,12	9,85	10,50
De vida .....	(0,65)	(3,12)	(5,86)	(7,00)
Otros .....	(1,76)	(5,00)	(3,99)	(3,50)
Total .....	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Ahorro Corporación

\* \* \*

De todo lo anterior parece deducirse que la fuerte implantación de los fondos de inversión en España es reflejo de las importantes transformaciones en los hábitos inversores del ahorrador de nuestro país. Este instrumento financiero tiene sus ventajas (mayor rentabilidad financiera-fiscal, diversificación, gestión profesionalizada, amplia gama de posibilidades), que han sido realizadas en los últimos tiempos en el marco de una coyuntura bursátil alcista, pero también tiene riesgos potenciales significativos, que obligan a analizar el fenómeno del auge de los fondos con una mayor cautela. Asimismo, no se puede olvidar que existen notables distorsiones derivadas del favorable tratamiento fiscal de los fondos tanto para los otros activos como para el comportamiento competitivo y estratégico de las distintas entidades de depósito.

#### BIBLIOGRAFÍA

Carbó S. (1995), "Regulación y financiación a la economía real", *Papeles de Economía Española*, nº 65, FIES, CECA, págs. 107-114.

Contreras, C. (1996), "Vehículos de inversión garantizados: intro-

ducción a una controversia", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 55, FIES, CECA, págs. 75-88.

González Mosquera, L.M. (1995), "Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito", *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto.

Torrero, A. (1994), "Balance de la desregulación del Sistema Financiero", *Economistas*, nº 62, Colegio de Economistas de Madrid, págs. 80-89

#### NOTAS

(1) En enero de 1997 ha continuado la fuerte expansión de los fondos de inversión en nuestro país, con una captación de 1,2 billones de pesetas, lo que supone un patrimonio total (FIM + FIAMM) de 19,8 billones.

(2) Véase Contreras (1996) para un análisis de los vehículos de inversión garantizada.

(3) Así, se sigue poniendo de manifiesto en los primeros datos de 1997 (enero), que muestran que las cajas han aumentado su cuota de mercado (FIM y FIAMM en su conjunto) hasta 28,8%, mientras que los bancos se han situado en el 63% del total.

(4) Véase Torrero (1994) y Carbó (1995).

(5) Véase Torrero (1994).

(6) Véase González Mosquera (1995).

## Punto de Vista

---

### LA GUERRA DE LA DIGITAL

---

Pilar Cernuda

Día 26 de diciembre de 1996. Palacio de la Moncloa. El Presidente del gobierno, José María Aznar, se encuentra reunido con el vicepresidente Francisco Álvarez Cascos. Hace cuarenta y ocho horas los dos han recibido una noticia que significa todo un traspies para una de las más delicadas operaciones diseñadas por el gobierno, la puesta en marcha de una plataforma digital que giraría en torno a RTVE y Telefónica.

El día 24 de diciembre, Antonio Asensio había telefoneado al Secretario de Estado de la Comunicación, Miguel Ángel Rodríguez, principal promotor y padrino de esa plataforma, para anunciarle que se pasaba con armas y bagajes a la competencia, el Canal Satélite de Jesús Polanco. Con armas y con el fútbol, ese era el problema. El 26 de diciembre, tras pasar en familia su primera Nochebuena en Moncloa, José María Aznar pide a Álvarez Cascos que se ponga a partir de ese momento al frente de la operación digital, que trate de poner orden en ese gravísimo conflicto en el que convergen intereses comerciales, políticos y económicos, y que tome las decisiones que considere oportunas para tratar de que la plataforma de Telefónica y RTVE pueda empezar a funcionar en la fecha prevista y con garantía de éxito. Cascos, en el camino de regreso a su despacho, ya iba pensando en la forma de utilizar toda la artillería pesada contra Asensio y contra Polanco, para quitarles las ganas de sacar adelante su proyecto. Tenía muchas cartas importantes en la mano; la principal, el *Boletín Oficial del Estado*.

Todo empieza en el verano del 96, aunque desde hacía meses Miguel Ángel Rodríguez, desde la Jefatura de Comunicación del PP, había diseñado todo un plan sobre la televisión digital para cuando llegaran al gobierno. En ese plan entraría RTVE, por supuesto, la televisión estatal, y también la pujante televisión mejicana Televisa, con cuyo presidente y propietario, Emilio Azcárraga, habían mantenido varias entrevistas Aznar y el propio Rodríguez antes de las elecciones del 3 de marzo. Entrevistas a las que se incorporó Luis María Ansón tras ser nombrado delegado de Televisa en España con la misión de potenciar esa cadena en todos sus ámbitos, desde el digital hasta el radiofónico.

Rodríguez se erige en el principal impulsor de ese proyecto y presume de ello en sus conversaciones con políticos y con periodistas, sean o no afines al PP. Él controlaba RTVE a través de Mónica Ridruejo, a la que él había nombrado, y estaba seguro de poder controlar también la plataforma digital: Ansón era un hombre en cuya palabra y cuyos compromisos se podía confiar, y en Telefónica estaba colocado Juan Villalonga, el mejor amigo del Presidente del gobierno. Le habían advertido que Asensio había engañado en una ocasión al gobierno socialista, pero Rodríguez creía que en esta ocasión iba a lograr meter al empresario en cintura. Le importaba mucho la presencia de Asensio en la plataforma digital, éste había comprado los derechos de los más importantes clubs de fútbol, dejando los restantes en mano de Polanco. En cuanto al Barça, los derechos

de emisión estaban en poder de la televisión autonómica catalana TV-3, a la que se invitó a entrar en la plataforma, invitación que aceptó su máximo dirigente, Jordi Vilajoana tras consultarla, lógicamente, con Jordi Pujol.

En verano del 96 los máximos responsables de las empresas que formarán parte de la plataforma se reparten las acciones: Televisa pretende el 25,5 por ciento, y otro tanto para empresas que pueda controlar; eso significa el 51 por ciento, y la entonces directora general de RTVE, Mónica Ridruejo, expresa su disconformidad, aunque el resto de los socios consigue convencerla para que al menos firme un primer protocolo que pueda ser ratificado dos meses después, una vez se haya analizado minuciosamente la operación y qué aporta cada grupo.

Las presiones de Rodríguez a Mónica Ridruejo son inútiles, la directora no ve la operación, considera que Televisa, una empresa mejicana, no puede ser la empresa que marque las pautas de comportamiento en la plataforma digital española, y empiezan unos meses de tira y afloja en los que Mónica Ridruejo llega a mantener tensas conversaciones con sus futuros socios, sobre todo con Miguel Ángel Rodríguez y con Luis María Ansón.

Por otra parte, en mayo del 96, Asensio es presionado por Emilio Botín, Presidente del Santander, para que la gestión de Antena la lleve un hombre de su confianza, Eugenio Galdón. Asensio se niega, y Botín le recuerda entonces que debe hacer frente a la deuda que todavía le queda que pagar a Banesto, el banco que sostuvo financieramente a la cadena de televisión privada cuando Mario Conde era su presidente, y que fue comprado por el Santander tras la intervención de Banesto. Asensio recoge el guante, acepta el reto, dice que no meterá a Galdón en su casa, y que antes del 31 de diciembre hará efectivo el pago de los 9.000 millones que le quedaban por liquidar. Cree poder hacerlo a través de los derechos de emisión de los clubs de fútbol que él aporta a la digital, pero, tras sucesivas reuniones con sus supuestos socios, no consiguen que le den la cantidad prometida por esos derechos, que le permitirían pagar sus deudas y, finalmente, tras una nueva reunión con los directivos de RTVE, Televisa y Telefónica sin que le hagan efectivo ningún cheque, decide a mediados de diciembre escuchar los cantos de sirena que desde hacía semanas le lanzaba Jesús Polanco, que

quería poner en marcha cuanto antes su Canal Satélite.

Son días de frenética actividad. Ridruejo se siente incómoda por las presiones que recibe, Ansón trata de que se cumplan los compromisos a los que habían llegado Rodríguez y Villalonga con Azcárraga, hay conversaciones con Pedro J. Ramírez, director de *El Mundo*, para que se integre con un bajísimo porcentaje en la plataforma, en la que deseaba estar..., y Asensio mientras tanto, junto a sus hombres de confianza, negocian un acuerdo con Polanco y sus hombres. Sería un pacto de enormes consecuencias económicas y comerciales, ya que entre los dos suman los derechos de todo el fútbol español, excepto la selección española y el Barça. pero se encuentran con que TV-3 también parece bien dispuesta al diálogo, a pesar de su compromiso con la plataforma llamada gubernamental.

El día 23 de diciembre Antena 3 entrega al Santander los millones que ponen el finiquito a su deuda, y Asensio, a continuación, advierte de sus encuentros con Polanco a Juan Villalonga, en ese momento el principal promotor de la plataforma a la que oficialmente todavía pertenece el Grupo Asensio. Villalonga le pide prudencia, y le asegura que hablará con Aznar, que no dé un paso definitivo hasta que él le dé una respuesta, esa respuesta no llega nunca, y ese mismo día Polanco y Asensio deciden que hay que informar de su proyecto a Jordi Pujol, no sólo porque es un hombre fundamental en la política española, sino también porque quieren contar para su plataforma con la televisión autonómica catalana. A Pujol no le gusta demasiado la idea, pero dice que hagan lo que consideren más conveniente, y deja a Vilajoana posibilidad de decidir según su propio criterio.

El 24 de diciembre por la mañana se produce una reunión vital en la sede del Grupo Zeta, con Asensio, Manuel Campo –vicepresidente de Antena 3– Vilajoana y varios abogados, entre ellos Miguel roca, abogado de Zeta para esa operación. Polanco está pendiente de lo que ocurre, con hilo permanente con la planta séptima de la madrileña calle O'Donnell. Llama Rodríguez para tratar de impedir el pacto con Polanco, y dice que Asensio recibirá un fax de Azcárraga con una oferta económica que no podrá rechazar. Efectivamente llega el fax, firmado por Ansón, que ofrece 200 millones de dólares por los derechos de emisión del fútbol.



Una cantidad desorbitada, que hace dudar a Asensio. Se abre un debate entre los asistentes sobre si aceptar o no la oferta, si la plataforma de RTVE, Televisa y Telefónica o la de Polanco, y finalmente la balanza se inclina a favor de Polanco, pues Campo prefiere esa opción, y Vilajoana dice que él no puede vender los derechos del Barça a una empresa extranjera. A primera hora de la tarde, Asensio telefona a Rodríguez, a Villalonga y a Anson para anunciarles su decisión. La suerte está echada.

La reacción del gobierno no se hace esperar. Se les ha escapado de la mano la gallina de los huevos de oro, que ha ido a parar además al hombre al que Aznar y Rodríguez consideran el hombre a abatir, el hombre de Felipe González, aquél que ha sido más que generosamente tratado en época del PSOE. Rodríguez quiere utilizar contra él toda su fuerza gubernamental para tratar de ahogarle, a él y a Asensio, pero no será él quien encabece la operación de acoso y derribo a Canal Satélite, sino el vicepresidente Francisco Álvarez Cascos, que desde el 26 de diciembre estudia todo lo posible y más sobre la industria del cable y la digital, hurga entre las normativas internacionales, y sobre todo europeas, para ver si encuentra el flanco con el que hacer frente a Polanco y Asensio, y lleva a los sucesivos consejos de ministros toda una serie de leyes con las que pretende evitar que Polanco pueda emitir.

La primera, en la línea de flotación, exige la homologación de los decodificadores. Polanco dice que los tiene ya homologados. Responde el gobierno que no se pueden utilizar hasta que la Unión Europea dictamine todos los detalles técnicos y, por tanto, no se puede emitir hasta ese momento; Polanco empieza entonces a emitir desde Luxemburgo. El consejo de ministros aprueba la subida del IVA para los abonados al Canal Plus, los medios informativos vinculados al grupo Prisa arrecian sus ataques hacia el gobierno, con un lenguaje y una acidez jamás visto hasta entonces en un periódico como *El País* o en la cadena Ser. Se contraataca desde *El Mundo*, *ABC* y RTVE..., la guerra por la plataforma digital provoca una crispación que parecía olvidada tras la salida del gobierno del partido socialista. Y mientras todo ello ocurre, se sucedían las descalificaciones, la dimisión aceptada de Mónica Ridruejo, los decretazos y antidecretazos, la intervención de Pujol para obligar al gobierno al camino del proyecto de Ley en lugar del Decreto Ley, empiezan las

negociaciones al más alto nivel. Secretas, pero negociaciones. Álvarez Cascos se entrevista con Manuel Campo a principios de febrero, y trasciende la noticia, pero nada se sabe de otros encuentros más discretos que también se mantienen con el objetivo de tratar de unificar las dos plataformas. Y es que no hay más remedio que unificarlas, no pueden supervivir las dos. Mientras esas conversaciones se producen, llega a España una noticia de gran trascendencia: Emilio Azcárraga decide dejar la Presidencia de Televisa por aparentes problemas de salud, y deja el imperio de la comunicación en manos de su hijo.

El penúltimo capítulo de la historia lo ha escrito también el vicepresidente Álvarez Cascos al llevar al Consejo de Ministros un proyecto de ley para que determinados partidos de fútbol sean declarados de interés nacional y emitidos obligatoriamente en abierto. Polanco seguía en el punto de mira del gobierno.

Las plataformas digitales han convertido a España en un hervidero de rumores y de luchas por el poder. Los ciudadanos siguen la lucha con cierto interés, pero sin saber qué es una plataforma digital, qué servicios ofrecen, cuánto les va a costar abonarse a una plataforma. Si lo supieran, quizá pensarían que era una locura esa guerra digital. La influencia política del accionista de la plataforma digital va a ser nula, aunque los promotores gubernamentales de la primera plataforma estaban convencidos de ello.

Puede ser, si se planifica con buen criterio, un negocio de inmensa envergadura, pero evidentemente va a significar un coste importante para aquél que quiera abonarse. Y sólo pagará ese alto precio si recibe a cambio la calidad que espera. Podrá ver buen fútbol, buenas películas, tendrá posibilidades de acceder a los más innovadores videojuegos, podrá ver docenas de canales por satélite, cualquier servicio que pueda recibir a través del ordenador lo tendrá también a través de la pantalla de la televisión, desde documentación hasta correo pasando por toda clase de compras y operaciones bancarias. En otros países, las plataformas no han funcionado, los abonados se han ido dando de baja a medida que veían que el *pay per view* dejaba bajo mínimos sus cuentas bancarias.

Por otra parte, aquellos que promueven

espectáculos de categoría excepcional, por los que reciben dinero a cambio, tienden a abandonar la calidad en las cadenas convencionales, que se han resentido en su programación ante la aparición de las digitales, lo que ha provocado movimientos ciudadanos en contra de ciertas empresas de televisión digital.

El futuro, por tanto, de la televisión digital en España es incierto; aunque en esa aventura se hayan embarcado desde el gobierno hasta los

más potentes banqueros y empresarios. Los socios han pensado en todo, excepto en lo fundamental: en los ciudadanos, que tendrán que decidir si se abonan o no a esa televisión digital que aparentemente es un pozo sin fondo en cuanto a espléndidas ofertas se refiere, pero puede convertirse también en un pozo sin fondo en el que ninguna cantidad de dinero es suficiente para cubrir los pagos de los programas que el teleadicto pretende recibir.

# Resumen de Prensa

---

## COMENTARIO DE ACTUALIDAD

---

Ramon Boixareu

A juzgar por la cantidad de tinta consumida por la prensa internacional en los últimos días, dos han sido los temas que han dominado, y casi absorbido, la atención reciente: la posible desaparición de Italia (y, tal vez, de España y Portugal) de la lista de los países que van a integrar la primera ola de la Unión Monetaria Europea. y el curso de la cotización del dólar, con los consiguientes intentos de contener su subida. Ambos eventos, aunque complejos, delicados y de conclusión imprevisible, han tenido hasta aquí un desarrollo relativamente simple, que puede facilitar su presentación y su situación en el contexto actual.

El inicio inmediato de la primera de estas cuestiones se encuentra en una de tantas reuniones que se han estado celebrando en el marco de las actividades del Forum Económico Internacional, en Davos (Suiza), en los últimos ocho o diez días. En dicha reunión concreta, de la que daba cuenta la prensa mundial del 3 de Febrero, un numeroso grupo de banqueros y hombres de negocio alemanes expresó sus recelos a propósito de los inconvenientes que podía representar para la UEM la presencia, entre sus fundadores, de países como Italia. En *Financial Times* de la citada fecha, Tony Jackson informaba de los detalles de las intervenciones que se habían producido en la citada reunión, y citaba específicamente las observaciones críticas que, en el sentido indicado, habían hecho varios consejeros del Deutsche Bank y del Dresdner Bank, así como ejecutivos y expertos de otras importantes entidades económicas germanas (Volkswagen, Instituto Kiel de Economía Mundial, etcétera).

Desde luego, el país que, en el curso de la reunión, suscitó más recelos fue Italia, que "si fuera admitida en la primera ola, equivaldría a una bomba de relojería en el seno de la unión", según dijo uno de los presentes, cosa que otro corroboró en los siguientes términos: "España puede cumplimentar las condiciones exigidas. Italia, probablemente, no". "Pero, ¿cómo puede ser políticamente posible que se rechace a Italia y se admita a cualquier otro país del Sur de los Alpes?".

Sea como fuere, he ahí el origen de la polémica que ha presidido los boletines informativos de la primera quincena de Febrero. La reacción de Italia fue de una gran irritación. La de España (y la de Portugal) fue más discreta, por lo menos en la forma, a pesar de que, como señaló *Terin Miller en The Wall Street Journal Europe* de 4/2, "la esperanza de que España, de una forma u otra, pudiera figurar en la primera ola de la UEM había de terminar más pronto o más tarde", comentario que venía a añadirse a la información del mismo periódico según la cual "los inversores se habían desprendido de bonos italianos y españoles ante el temor de que Alemania obstaculizara la participación de esos dos países en la primera fase de la moneda única". En esas circunstancias, la suerte de Italia (y la de España y Portugal) parecía decidida, a juicio de los comentaristas.

Sin embargo, aunque sólo fuere para confirmar que, a veces, las cosas no siguen un curso rectilíneo y definido, la prensa de los días 4 (*Financial Times*) y 6 y 7-8 (*WSJE*) de Febrero pareció abrir un rayo de esperanza para los citados países. Lionel Barber,

en *Financial Times*, daba cuenta, en efecto, de que los estadísticos de Bruselas (Eurostat) habían dado su visto bueno a ciertas medidas propuestas por Italia que supondrían una substancial reducción del déficit público de este país en 1997.

Casi simultáneamente (*WSJE* de 6/2) se difundía la información de que el mercado de valores italiano había subido, "ignorando las noticias anteriores de que Italia no iba a figurar entre los participantes iniciales del euro", y esto "porque este país mantendría su política de estabilidad que le permitiera acceder a la UEM un poco más tarde". La opinión pública italiana había reaccionado airada ante las informaciones que ponían en duda la seriedad del país. "Cuanto más presiones recibamos del extranjero, más empeño pondremos en llevar a cabo los reajustes necesarios". Por su parte, Cacilie Rohwedder, en *WSJE* de 7-8/2, recogía unas declaraciones del presidente de la Federación de Industrias de Alemania en las que manifestaba su apoyo a las candidaturas de España e Italia. "La unión monetaria no sería completa sin esos dos países", había dicho aquél.

Paralelamente, con todo, había aparecido —el día 5/2, en *Financial Times*— el ya famoso comentario de Lionel Barber en el que se refirió a "un compromiso que estaba siendo considerado por gobernadores de bancos centrales y altos funcionarios", y según el cual Italia podría acceder a la UEM en el año 2000 o en 2001". El mismo Barber, en *Financial Times* de 6/2, insistía diciendo que "la idea del aplazamiento de la entrada de algunos países en la Unión Monetaria es consecuencia del temor de que si países sin una tradición de seriedad financiera y de estabilidad de los tipos de cambio forman parte de la UEM, el resultado será la pérdida de peso del Banco Central Europeo y el debilitamiento del euro".

Tal posibilidad de aplazamiento, sin embargo, fue rechazada inmediatamente por el primer ministro Prodi, lo que se explicaba, según Barber, por el hecho de que "tanto éste como José M<sup>a</sup> Aznar, de España, han apostado su reputación a favor de la inclusión de sus respectivos países en la primera ola de la UEM".

La información sobre el posible aplazamiento de la entrada de Italia (y, eventualmente, de España y Portugal) en la Unión Económica y Monetaria fue desmentida tanto por Prodi como por Kohl, por lo que nadie parece saber en estos momentos qué es lo que hay de cierto en todo ello. Lo único que se podría añadir, si acaso, a lo dicho, es que algunos órganos importantes de prensa no parecen pensar

que dicho posible aplazamiento fuera una mala idea. Incluso los mercados financieros reaccionaron positivamente ante la misma cuando se produjeron alzas en los mismos, como se dijo antes, en el espacio de tiempo que medió entre el "rechace" de la candidatura italiana y la información de Barber de que el acceso en la UEM de Italia tendría lugar uno o dos años después de la creación del euro en 1999, circunstancia que hizo que los mercados reaccionaran.

Éste es el estado de la cuestión, en esta segunda mitad de Febrero de 1997. Todo cuanto se pudiera añadir a lo dicho sería pura especulación, correcta o descabellada. Podría ocurrir que Alemania no cumplimentara algunos de los criterios de convergencia, y principalmente el del déficit público. ¿Qué ocurriría en tal caso? ¿Debería aplazarse la creación de la UEM, aplazamiento del que ningún europeo quiere oír hablar, a pesar de tratarse de una posibilidad no tan remota? La "Lex Column" de *Financial Times* de 8-9/2 comentaba la eventualidad de que, para alcanzar un déficit público del 3% del PIB, Alemania puede verse obligada a contraer en medio punto la política fiscal. Ahora bien, ¿es esto posible en una situación de paro agudo? Según la citada "Lex Column" de *Financial Times*, "el aplazamiento de la UEM daría tiempo para que Europa se liberara del esclerótico mercado de trabajo en que esté inmersa. Sin tal liberación, lo más probable es que el paro aumente. Ahora bien, el aplazamiento del euro, por su parte, representaría un desprestigio".

*Financial Times* de 10/2 publicaba un importante artículo de Samuel Brittan sobre la situación actual del proyecto euro. A juicio de Brittan, a) el mundo empresarial alemán es del todo contrario a que Italia figure en la primera ola de participantes en la unión monetaria; b) el aplazamiento de la entrada de Italia en la UEM, asegurándole un puesto en ésta para 18 meses o dos años más tarde, tendría, entre otros méritos, el de "mitigar cualquier ofensa a Italia por el hecho de que España entre antes que ella"; c) "mi instinto me dice que Alemania alcanzará el objetivo del 3% del déficit público"; y d) "si tuviera que apostar, diría que la UEM será creada efectivamente, con una participación limitada, en 1999, aunque las posibilidades son del 51% a favor y del 49% en contra". He ahí, por lo que pueda valer, la opinión de un reconocido y prestigioso observador.

La verdad es que pocas veces se habrá manifestado la unanimidad que mostraron los comentaristas. En efecto, ninguno de ellos dijo creer que las palabras de los ministros fueran a contener al dólar.

Basta leer la prensa de los días 10 y 11 de Febrero para constatarlo. "Según los analistas, no será tan fácil frenar la pronunciada subida del dólar acentuada en los días más recientes, y los mercados buscarán nuevos topes, que nadie sabe dónde pueda estar", decía Ellen Thalman en *WSJE* de 11/2. "El dólar puede seguir subiendo a pesar de los 7G". Así titulaba su comentario Gerard Baker en *Financial Times* del mismo 11/2. Erik Ibsen, en *Herald Tribune* de la misma fecha, coincidía con los anteriores: "La retórica sola –aunque provenga de los Siete Grandes– no parece que vaya a ser suficiente para frenar al dólar", etc.

¿Qué hay detrás de esta situación, o cómo se explica ésta? Principalmente por la buena situación de la economía de Estados Unidos, así como sus excelentes perspectivas, por un lado, y la situación un tanto lánguida, sin horizontes claros, de las de Japón y de Alemania, por otro, cosa que no puede dejar de reflejarse en las posiciones relativas de las respectivas monedas de esos países. Mientras dure este estado de cosas, se dice, lo normal es que el dólar mejore su posición relativa.

Por otra parte, y mientras la situación no alcance extremos peligrosos, un dólar alto no ha de dar lugar a situaciones de alarma en ningún país. Hasta ahora, no sólo ha sido así sino que la subida del dólar ha sido considerada más bien como una bendición en prácticamente todos los países. Para Estados Unidos, el alza de su moneda representa un seguro contra una posible reactivación de la inflación. Existe, es cierto, el lado negativo del obstáculo que un dólar muy revaluado frente al yen y frente al DM supone para la exportación, y explica, v.g., las quejas de ciertos fabricantes, en especial los de automóviles, ante el alza de su moneda. Pero, en general, el perjuicio que ello representa para el conjunto del país es mínimo, pues la mejora de la competitividad, últimamente, de las empresas USA, y el hecho de que la relación de cambio con los principales interlocutores comerciales de Estados Unidos (el primero de ellos, Canadá) apenas hayan variado, hacen que las ventajas de un dólar fuerte y atractivo superen con mucho los inconvenientes de su subida. En los casos de Japón y de Alemania (y de otros países), un yen o un DM devaluados (frente al dólar) suponen una inyección para las exportaciones japonesas y alemanas (entre otras), con el correspondiente estímulo para las respectivas economías, que ven ahí un instrumento de promoción de primera magnitud, que favorece incluso a Estados Unidos, país que no puede dejar de aprovecharse de una mejora de la coyuntura de interlocutores comerciales de fuera del hemisferio occidental.

Es evidente que no todo es positivo, en esa situación, y hay que temer, entre otras cosas, las repercusiones que un dólar alto puede tener en los precios de las primeras materias comerciadas en dólares (sobretudo de la energía). Pero parece indudable que, hasta aquí las consecuencias de la revalorización del dólar han sido más bien positivas, lo que explica la poca preocupación que el fenómeno ha suscitado.

Lo que el futuro nos pueda deparar en este terreno es, eso sí, una incógnita, y no hay duda que la prosecución de la subida del dólar podría plantear problemas serios que obligaran a intervenciones masivas en los mercados cambiarios, intervenciones que han de contemplarse con recelo, en parte porque suelen resultar muy caras y en parte porque no llevan garantizado un efecto rápido y positivo. También podía pensarse que la marcha de las cosas pudiera obligar a alteraciones contraproducentes de los tipos de interés destinados a corregir los tipos de cambio aquí o allí. Esperemos, sin embargo, que la situación no se complique y que el curso de los tipos de cambio favorezca la recuperación o la estabilidad, según los casos.

Otro artículo –éste recogido en las páginas que siguen ("La hipotética entrada de Italia en el euro"), publicado en *Le Monde* de 15/2– merece ser destacado aquí, en el contexto de todo lo que queda dicho. Resulta de interés hacer notar al respecto, y a pesar de una pretendida "neutralidad", que se trata en este caso de la expresión de un punto de vista francés. Siendo esto así, ciertas posiciones del artículo no podrán dejar de ser interpretadas por algunos como inspiradas y promovidas por intereses de Francia, a la que podría convenir la compañía, dentro de la UEM, de países "del Sur" como Italia, España y Portugal. Reflexiones de esta naturaleza no hacen más que subrayar la complejidad del problema y las dificultades de su solución.

En el caso de la cotización del dólar, –el otro tema propuesto al inicio– la avalancha de informaciones y de comentarios se produjo en los últimos días como consecuencia de la reunión de los ministros de Hacienda de los Siete Grandes países industriales que tuvo lugar en Berlín el 8 de Febrero. Según el correspondiente comunicado que siguió a la reunión, los ministros expresaron su opinión y su deseo de que el dólar, que había estado subiendo desde 1995, debía detener su curso ascendente. Según este punto de vista, una moneda debía reflejar el estado de una economía (*economic fundamentals*), y los representantes del G7 habían llegado a la conclusión de que los tipos de cambio a que

se había llegado reflejaban ya la situación de las grandes economías, por lo que se podía entender que los tipos de cambio a que se había llegado reflejaban ya correctamente el estado presente de las respectivas economías. Pero la pregunta surgió inmediatamente: ¿es eso realmente así? o, en otras palabras: ¿se detendrá la subida del dólar por el hecho de que los ministros de los Siete Grandes hubieran creído que así debía ser?

La selección de prensa que aparece en las páginas que siguen recoge algunas opiniones y puntos de vista sobre los temas que se acaban de analizar. Procedentes de la prensa anglosajona y francesa se incluyen cuatro artículos relativos a la participación en la creación de la UEM, y uno sobre la posible evolución del tipo de cambio del dólar. Como complemento de los textos dedicados a esos dos temas se incorpora un artículo de interés –en especial para el mundo hispano– titulado "Mercosur, vehículo de integración".

\* \* \*

Para este número se ha puesto el acento –al seleccionar los análisis de las secciones económicas de los diarios en lengua alemana, y aparte de

otras cuestiones también de interés– en cuatro que en Febrero han atraído al máximo la atención en Alemania, tal y como se detalla a continuación:

1. La propuesta de reforma fiscal elaborada por una comisión del gobierno alemán y sobre cuyas líneas principales hemos preparado una síntesis, completada con la primeras reacciones de diversas instancias y los editoriales más destacados aparecidos en torno al proyecto.

2. El dramático e inusual aumento del paro que nos ha dado oportunidad para reunir los artículos de opinión más representativos aparecidos en los rotativos del país.

3. El informe económico anual del gobierno alemán acerca del cual hemos reagrupado las informaciones facilitadas por la prensa alemana y suiza.

4. En el editorial titulado "El camino y la meta", aparecido en *Frankfurter Allgemeine Zeitung* y que reproducimos, se hacen interesantes consideraciones un año después de anunciarse el llamado "Programa de acción del gobierno para el aumento de las inversiones y del empleo".

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA  
EN LA  
PRENSA INTERNACIONAL

---

SUMARIO

	Pág.
España e Italia ante la UEM .....	104
UEM: Cómo decirle no amablemente a Italia .....	105
Italia, España y Portugal han de ser realistas .....	106
La hipotética entrada de Italia en el euro .....	106
¿Seguirá subiendo el dólar? Probablemente, sí .....	108
Mercosur, vehículo de integración .....	108
La apasionante y agria disputa entre Paul Krugman y Lester Thurow sobre una cuestión de interés general .....	110
El discutido proyecto de reforma fiscal alemana .....	112
El súbito y dramático aumento del paro en Alemania .....	117
El Informe Económico Anual del gobierno alemán .....	120
El camino y la meta .....	121

## España e Italia ante la UEM

(Richard Adams y Edward Luce, en *Financial Times* de 28 de Enero)

Hubo un tiempo en que los políticos europeos creyeron que la guerra era una cosa demasiado seria para dejarla en manos de los militares. Ahora piensan que la unión monetaria es demasiado seria para dejarla en manos de los economistas.

Si la economía fuera el único criterio para decidir qué países pueden clasificarse para figurar entre los fundadores de la UEM, España sería probablemente uno de los elegidos, mientras que Italia no lo sería.

"Si bien los mercados tienden a juntar –bajo la bandera del "Club Med"– a España e Italia por lo que a la UEM se refiere, la verdad es que existen poderosas razones para que eso no sea así", decía un banquero de Londres.

La realidad política, sin embargo, hace que ambos países vayan a ser juzgados, casi con toda seguridad, conjuntamente.

¿Puede permitirse que España entre mientras que un miembro del Grupo de los Siete quede fuera? "Esto no es concebible", según un economista del Bank of America en Madrid. "Italia tiene más peso político. Y el interés político hace que España no pueda entrar sin Italia, incluso en el caso de que su situación económica sea mejor que la de este país".

Son muchos los analistas que piensan que, en lo fundamental, económicamente hablando, España se halla más próxima que Italia por lo que afecta a la cumplimentación de los criterios de Maastricht. "En términos estrictamente económicos, la condición de España como miembro de la UEM está plenamente justificada", según cree un economista italiano de J.P. Morgan en Milán. "Otra cosa es que esa situación pueda ser mantenida en un futuro indefinido". También los mercados financieros creen que las posibilidades de España son mayores que las de Italia. El rendimiento real de la deuda española a largo plazo es en la actualidad sólo 90 puntos base superior al de los bonos alemanes. El de la deuda italiana, en cambio, es 150 puntos mayor, aproximadamente.

Italia ha obtenido un gran éxito en la reducción del nivel de los intereses de la deuda del Estado. Hace un año, esa deuda pagaba alrededor de 450 puntos base más que los bonos alemanes. Pero lo cierto es que los inversores internacionales todavía consideran que el riesgo es mayor en el caso de Italia que en el de España.

Una de las razones de que las cosas sean así es el elevado volumen de la deuda pública italiana, equivalente al 123% del PIB. Esto representa más de doble del 60% establecido en el tratado de Maastricht, y supone una tercera parte de la deuda pública total de la Unión Europea. "El importe de la deuda italiana pone los pelos de punta", ha dicho uno de los economistas citados. En cambio, la deuda pública española representa sólo el

66% del PIB, tratándose de una economía que es sólo la mitad de la italiana. "Obviamente, la amenaza para la estabilidad de la UEM es mucho menor en el caso de España".

Los analistas estiman que la exclusión de Italia y de su deuda en un principio se traduciría en una mayor tranquilidad para los ciudadanos alemanes, los cuales, así, se mostrarían más dispuestos a renunciar a su DM y a la substitución de éste por el euro. Pero es poco probable que Italia acepte la no participación en la creación del euro, y menos probable aún que admita que España se le anticipe.

Los dos países, por otro lado, cuentan con posibilidades muy distintas de cumplimentar otros criterios de convergencia, como, v.g., el del déficit presupuestario. Con un déficit del 4,5% del PIB el año pasado y del 3,5% (estimado) en el actual, España puede situarse muy cerca del objetivo deseado.

Italia, en cambio, tiene un camino mucho más largo por recorrer, toda vez que su déficit, el año pasado, fue del 7,4% del PIB. La mayoría de los expertos no cree que éste pueda ser reducido, en el mejor de los casos, por debajo del 4% este año.

Pero aunque así fuere, la "eurotax" italiana –la sobretasa destinada a incrementar los ingresos públicos en un 0,7%, por una sola vez– podría ser considerada por la Comisión Europea como contraria al espíritu de Maastricht. Una buena parte de la "eutotax", en efecto, debe ser reintegrada a los contribuyentes antes de 1999. "La 'eurotax' italiana no es un impuesto ("tax"), en absoluto. No es más que un préstamo", ha dicho un economista.

Una complicación adicional en el caso de Italia es la estructura de su deuda pública. La mayor parte de la misma es a cortísimo plazo o sujeta a los tipos de interés. En el caso de España, una mayor proporción de la deuda tiene vencimientos más largos y tipos fijos. Lo que significa, a juicio de muchos economistas, que Italia es más vulnerable que España a una subida súbita de los pagos por intereses.

Una incidencia inesperada –como podría ser una crisis política– podría dar lugar a una substancial subida del coste de la deuda italiana y a una alteración negativa de las proyecciones presupuestarias.

En cualquier caso, sin embargo, la mayoría de los inversores europeos todavía espera que Italia se cualifique para la UEM al mismo tiempo que España, con la posibilidad, eso sí, de que Alemania proponga un aplazamiento del acceso de las economías mediterráneas a la unión monetaria.

Según esta alternativa, los llamados países "baffling" (Bélgica, Austria, Francia, Finlandia, Luxemburgo, Irlanda, Holanda ("the Netherlands") y Alemania ("Germany")) seguirían adelante en 1999, mientras que Italia y una España literalmente burlada se incorporarían más tarde, el año 2000 ó 2001.



## UEM: Cómo decirle no amablemente a Italia

(*Financial Times*. Editorial. 5 de Febrero)

Cualquiera que haya preparado una boda sabe de qué se trata. Los novios quieren una ceremonia sencilla, discreta, a la que asistan unos pocos amigos íntimos. Por eso no pueden arriesgarse a que esté presente el ruidoso y vocinglero tío Giorgio. Alguien ha de encontrar la manera de decirle cuanto antes, y con modales, que no asista al festejo.

En su interior, el canciller Kohl ha sabido en todo momento que no podía permitirse que Italia figurara en la primera ola de la UEM. Lo que no ha sabido es cómo decirselo a sus gobernantes. Durante demasiado tiempo alimentó falsas esperanzas de que las cosas fueran de otra manera, dando lugar a temores innecesarios en Alemania. Con suerte, el hábil compromiso que están ahora estudiando los bancos centrales europeos y las autoridades monetarias pondrá fin a ese estado de cosas. Italia puede verse frustrada ante una solución que excluiría su participación en la primera ola, aunque fuere con la casi seguridad de un acceso posterior. Pero Italia no debería mostrarse sorprendida.

Los ciudadanos alemanes están ya bastante preocupados con la perspectiva de perder el DM sin necesidad de tener que compartir el euro con Italia. Permitir que este país figurara entre los fundadores de la unión monetaria en 1998-99 podría suponer un desastre electoral para Kohl. Pero es que, además, la exclusión de Italia de la primera ola no es sólo una necesidad política para Alemania. Los riesgos de la UEM siguen ahí incluso si Italia queda momentáneamente excluida de la unión monetaria, y, desde luego, aumentan si un país no convergente ("unconverged") como Italia figura entre sus creadores.

Durante la mayor parte del pasado año Italia ha hecho como si ignorara esas verdades, y esto con la ayuda, eso sí, de unos eufóricos mercados financieros pro-UEM. A principios de 1997, el diferencial entre el rendimiento de los bonos italianos y alemanes fue sólo de 1,5 puntos porcentuales, 3 puntos por debajo de lo que era un año antes. Esto significa que los inversores estarían dispuestos a otorgar —a cuenta— a Italia dos tercios de los tipos de interés de ventaja por el hecho de que fuera a figurar en la primera ola.

Esa falta de concordancia entre el mercado y las realidades subyacentes de la UEM tenía que ponerse de manifiesto un día u otro. De hecho, en efecto, los inversores empiezan a considerar el lado sombrío de la cuestión, es decir, la posibilidad de que Italia no esté en la primera ola. Los bonos italianos han subido en relación con los alemanes en el curso de los últimos días. Esto ha despertado el deseo de conocer más exactamente cómo están las cosas, lo que puede haber dado más espectacularidad a los acontecimientos recientes.

Los mercados italianos deberían contemplar con calma el compromiso a que parece haberse llegado. En realidad, todo ello era de esperar. La mayor o menor calma que se manifieste ante la nueva situación dependerá de la actitud del gobierno italiano ante el aplaza-

miento del acceso a la UEM hasta un poco más allá del año 2000, y de la continuidad del esfuerzo que haga este país para reducir la deuda pública.

Italia no debería pretender participar en la UEM como miembro de pleno derecho en 1998. Cuanto antes tome conciencia de ello, mejor. (1)

## NOTAS

(1) El editorial de *Financial Times* que precede dio inmediatamente motivo a una carta al director del periódico, carta en la que varios firmantes italianos exponían razones distintas de las del editorial y que, por lo que puedan valer, se recogen a continuación.

"Creemos que los comentarios de su editorial del 5 de Febrero, a propósito de un compromiso destinado a salvar las apariencias, no son del todo apropiados. El editorial no tiene en cuenta la diferencia que existe entre tipos de interés nominales y tipos reales.

Según ustedes, la reducción de 3 a 1,5 puntos porcentuales del diferencial entre los rendimientos de los bonos alemanes e italianos a lo largo del año pasado fue consecuencia sólo de la "EMU-euforia" de los mercados financieros. Ahora bien, no puede dudarse que el principal factor de tal reducción fue la disminución substancial de la inflación en Italia, que pasó del 5,5 al 2,6%. Esto se ve confirmado por el hecho de que la diferencia de los tipos de interés reales entre Italia y Alemania era de 0,55 hace 12 meses mientras que hoy es de 0,25. Esto no es sólo "euforia". Esto es economía de verdad.

En ese contexto, no tienen sentido expresiones tales como "la exclusión de Italia de la primera ola no es sólo una necesidad política para Alemania, sino también una necesidad económica", y como "la inclusión de una Italia no convergente eleva el riesgo de un fracaso del euro".

Con un déficit público cada día más controlado (Italia tiene el mayor superávit de Europa) y una inflación baja y sostenible (las encuestas predicen un aumento de precios del 2,7% en 1997), no se puede decir que Italia sea un país no convergente, y su deuda pública, dado el gran volumen del ahorro interno, no constituye ninguna amenaza real para la UEM.

Parece que ustedes han olvidado que el tratado de Maastricht define el procedimiento adecuado para llegar a la UEM: sólo podría acceder a la Unión los países estructuralmente convergentes.

Con base en una baja inflación, un déficit público del 3% del PIB en 1997 y una moneda cada día más sólida, Italia ha de poder por lo menos alcanzar y 109 criterios de Maastricht, y mantenerse dentro de ellos. Sólo estos condicionantes económicos deben importar en el examen de 1998 que ha de seleccionar a los países que han de participar en la primera ola.

Los contribuyentes italianos merecen un mejor trato por sus esfuerzos por cumplimentar los criterios de Maastricht".

## Italia, España y Portugal han de ser realistas

(Reginald Dale, en *Herald Tribune* de 7 de Febrero)

La inauguración oficial de la moneda única de la Unión Europea, el euro, está todavía lejos, pero una cosa está clara desde hace tiempo: el euro será como lo quiera Alemania o no será.

Por si alguien hubiera olvidado este hecho evidente, banqueros y altos funcionarios alemanes lo han estado recordando estos días, subrayando que el euro puede ser una realidad, según lo previsto, en 1999, sólo si Alemania llega a convencerse de que el euro será una moneda sólida, fuerte, con el apoyo de un Banco Central Europeo independiente.

Si algo de todo eso fallara o fuere puesto a duda, el euro será rechazado tanto por los ciudadanos alemanes como por el Parlamento germano, las dos cámaras del cual deben aprobar la participación alemana en la moneda única.

Una circunstancia casi inevitable de esa situación es que Francia tendrá que renunciar a su idea de ejercer algún tipo de control político sobre el BCE, cosa que, según va quedando claro, París va a aceptar.

Otra cosa que resulta de todo aquello es que a pesar de los enormes esfuerzos para cualificarse para la primera ola, Italia, España y Portugal quedarán excluidas de dicho primer grupo de países creadores del euro.

Incluso en el caso que se cumplimentaran estrictamente los criterios de Maastricht, los tres citados países no reunirían los requerimientos alemanes de convergencia económica y de deseabilidad política.

Un punto de vista generalizado en Alemania –tanto en círculos oficiales como entre la opinión pública– es que la Unión Europea está dividida entre unos países latinos dispendiosos y unos países nórdicos más previsores. Y si bien Francia puede ser clasificada ahora entre los previsores, los otros países latinos no.

Todo esto puede resultar demasiado simple. Pero la dura verdad es que las ambiciones alemanas para el euro y el Banco Central Europeo se verán más fácilmente satisfechas y los participantes iniciales serán sólo Francia, Alemania, los países del Benelux y Austria, entre los cuales la integración económica y monetaria es casi ya una realidad.

Un "núcleo duro" tan reducido podría resultar incómodo a Francia, país que ha creído siempre que el euro podía ayudarle a recuperar cierta influencia en las cuestiones monetarias, influencia que París cedió hace ya tiempo al Bundesbank al sujetar el franco el DM.

En una unión monetaria –han solido decir los franceses– Alemania sería uno de tantos países, y alguno de éstos podía apoyar posiciones francesas.

Ahora bien, sin la presencia de sus amigos latinos, Francia quedará en una posición de inferioridad numé-

rica frente a Alemania con sus aliados nórdicos de moneda dura. Esto es lo que algunos altos cargos del Bundesbank han estado pensando desde hace tiempo.

El dilema para los líderes de Italia, España y Portugal se hace apremiante por momentos. Cada día es más evidente que sus países no estarán en la primera ola, en especial ahora en que una solución de compromiso, según se dice, está siendo considerada para permitir que su acceso a la UME sea aplazada.

Pero los líderes les han pedido a sus conciudadanos grandes sacrificios para poder figurar en la primera ola. Si ahora les han de decir que tal intento ha fracasado, corren el riesgo de perder soporte político para las duras exigencias que todavía se requerirán para acceder más tarde a la moneda única. Y si no se alcanzan éstas, la situación a que se llegue será todavía peor.

Naturalmente, algunos de esos líderes pueden seguir pretendiendo que el objetivo será en definitiva alcanzado, culpando al canciller Kohl del retraso que se habrá producido. Por lo demás, el papel de éste será tanto más delicado en el supuesto de que Alemania tampoco cumplimentare los criterios de convergencia, aunque no hasta el extremo de impedir la creación del euro.

La única solución es ofrecer a Italia, España y Portugal la práctica seguridad de que podrán acceder a la UEM poco después de la creación de ésta, siempre, esto sí, que cumplimenten las condiciones de Maastricht. Si el euro ha de despegar con suavidad, es hora ya de que los países latinos se enfrenten con esa realidad.

## La hipotética entrada de Italia en el euro

(Henry de Bresson y Pierre-Antoine Delhommais, en *Le Monde* de 15 de Febrero)

Como podía temerse, la tensión sube en las capitales europeas y en las plazas financieras internacionales a medida que se acerca la creación de la moneda única. Cuando sólo faltan menos de setecientos días para que llegue la fecha prevista, los rumores se multiplican. Al otro lado del Rin, las dificultades presupuestarias, agudizadas por el aumento del paro y por el deterioro de los nuevos Länder, ¿no pueden obligar a Alemania a pedir un aplazamiento? ¿Se resolverán a tiempo los desacuerdos entre Francia y Alemania a propósito de la gestión económica de la Unión o del futuro presidente del Banco Central Europeo?

Sin embargo, el principal interrogante afecta a los países del sur de Europa: España, Portugal y, sobre todo Italia. ¿Podrán figurar en la primera lista de países integrantes de la UEM? En su informe económico anual, hecho público el 13 de Febrero, la Comisión no excluye a nadie, excepto a Grecia. Pero en Davos, los alemanes, una vez más, han suscitado la duda. Repentinamente, después de haber invertido masivamente, durante dos o tres años, en las plazas de Roma, Madrid

y Lisboa, los medios financieros internacionales se muestran otra vez recelosos.

A principios de mes, *Financial Times* afirmó que los quince países de la Unión habían llegado a un compromiso para diferir algunos años la entrada de Italia en la zona euro. Desmentido por los gobiernos, ese rumor provocó intensas sacudidas en los mercados financieros italianos y españoles. A la espera –en vano, hasta ahora– de elementos de respuesta, los operadores siguieron atentamente la reunión de 7 de Febrero entre el canciller Kohl y Romano Prodi. El primer ministro italiano, que se juega su futuro político en este asunto, defenderá de nuevo su posición el 17 de Febrero en Baviera y en Francfort.

Italia, pero también España y Portugal, tienen pocas probabilidades de cumplimentar al pie de la letra los criterios de convergencia impuestos por el tratado de Maastricht.

A pesar de sus esfuerzos, tales países tendrán difícil alcanzar los objetivos establecidos en materia de finanzas públicas (3% del PIB; deuda inferior al 60% de éste). Según la OCDE, el déficit español alcanzará el 3,4% a últimos de 1997, y el de Italia el 3,7%. Pero uno y otro se aproximarán lo suficiente a los criterios de Maastricht para poder pretender beneficiarse de los famosos "márgenes de interpretación" a que alude dicho tratado. ¿Qué es, así, lo que puede hacerse?

En una entrevista que publicó el 13 de Febrero el periódico norteamericano *International Herald Tribune*, el ex-presidente de la República Valéry Giscard d'Estaing se manifestó a favor de la entrada de Italia y de España en la primera ola de los participantes en el euro. "Si nos limitamos a los países próximos al Rhin" –decía Giscard– la Unión parecerá sólo una ampliación de la zona marco y no un esfuerzo realmente europeo". El Partido Socialista francés había expresado un punto de vista idéntico el pasado otoño.

En cambio, los medios bancarios y algunos industriales alemanes han hecho público su hostilidad a la participación inmediata de aquellos países. Por su parte, el Bundesbank apenas puede ocultar su oposición a una adhesión rápida de lo que dicho banco llama sin tapujos "países del Club Med". Para defender su posición, políticamente incorrecta, pero económica y monetariamente razonable, el banco central alemán utiliza argumentos de peso. Según el Bundesbank, la entrada en la UEM de países insuficientemente preparados, en el terreno económico, para un choque monetario sin precedentes –países, además, carentes de la "Stabilitätkultur" (cultura de la estabilidad)– pondría en peligro de explosión a la Unión monetaria. A los ojos del Bundesbank, los países de la Europa del sur se clasifican en esa categoría: sus divisas son estables desde hace demasiado poco tiempo (la lira se reintegró al SME en Noviembre de 1996), la reducción de su inflación es cosa sólo reciente y su esfuerzo para equilibrar el presupuesto se ha producido demasiado tarde.

La Unión monetaria presenciará en sus comienzos una etapa de rodaje muy delicada, y lo será tanto más cuanto mayor sea el número de participantes, en una fase en la que el Banco Central Europeo –si la entrada

de aquellos países se produce desde el inicio de la Unión– deberá administrar un espacio económico muy vasto y poco homogéneo.

La moneda única, según tales medios, no podrá sobrevivir más que en el caso de que su peso y su prestigio sean los del DM. Si el euro incorpora, desde su origen, divisas como la lira, la peseta o el escudo, ¿no se devaluará substancialmente frente al dólar y al yen? Una ola de desconfianza de los inversores –se añade– provocaría una nueva subida de los tipos de interés a largo plazo, con lo que aumentaría la carga de la deuda de los Estados, incrementándose de este modo los déficits, lo que incitaría al Banco Central Europeo a llevar a cabo una política monetaria restrictiva, susceptible de frenar el crecimiento. Si los primeros meses del euro van acompañados por un recrudecimiento del paro, nadie podría sorprenderse de que la UEM estallara.

Sin embargo, el caso es que los partidarios de la participación de Italia, España y Portugal en la primera ola rechazan de lleno tales argumentos, insinuando que los bancos centrales del Norte muestran un auténtico racismo monetario anti-Sur. Según tales partidarios, excluir a Roma, Madrid y Lisboa de la zona euro constituiría algo injusto y suicida, tanto en el aspecto económico como en el político.

Sería injusto porque no tendría en cuenta los esfuerzos presupuestarios sin precedentes realizados por esos tres países en el curso de los últimos años. En tres ejercicios, Italia habrá dividido por tres el nivel de su déficit presupuestario. Sería asimismo injusto en la medida en que los países de la Europa del Sur poseerán, a finales de 1997, *ratios* económicos muy próximos a los de ciertos países de la zona DM. ¿Cómo se podría excluir a Portugal, con una deuda pública del 68% del PIB, y admitir a Bélgica, cuya deuda es del 127% del producto interior bruto?

Sería también suicida, pues existiría el riesgo de ver cómo los países del Sur –creyéndose víctimas de un engaño renunciaran a sus políticas económicas virtuosas y se lanzaran a estrategias devaluacionistas de sus monedas, que tanto daño ocasionaron en el pasado a las empresas francesas y alemanas. Si Italia no forma parte de la primera ola, la lira –ha dicho Prodi– "sufrirá ataques; habrá devaluación y se reactivará la inflación".

Hace justo un año, ni siquiera se planteaba la cuestión de la entrada de los países de la Europa del Sur en la zona euro desde los inicios de ésta en 1999. Las economías de dichos países estaban lejos de cumplimentar los criterios de convergencia. Pero hoy es distinto, y la cuestión se ha convertido en un verdadero rompecabezas para París y para Bonn. Se evalúan los riesgos económicos y políticos de esta o aquella decisión, se busca desesperadamente una solución intermedia, se hacen esfuerzos por conciliar razón y sentimientos, etcétera.

El problema, además, puede tener aspectos todavía más graves y provocar una crisis política de auténtica envergadura: en efecto, el grupo del Sur –con el apoyo del Reino Unido– podría llegar a bloquear, desde

el terreno institucional, la creación misma de la moneda única. Por el momento, las autoridades francesas y alemanas tratan sólo de ganar tiempo.

Esto está bien, pero cabe preguntarse si los mercados financieros no se impacientarán.

### ¿Seguirá subiendo el dólar? Probablemente, sí

(Gerard Baker, en *Financial Times* de 11 de Febrero)

El deseo, expresado por los ministros de Hacienda de los Siete Grandes, días pasados, de frenar el rápido ascenso del dólar satisfizo a los industriales de Estados Unidos. Pero lo cierto es que si esperaban prontas señales de que tal subida había acabado, lo más probable es que se sientan defraudados por lo que ocurra en los mercados cambiarios.

Las empresas norteamericanas han contemplado con alarma cómo el tipo de cambio real del dólar subía, en los últimos tiempos, un 7%, cosa que restó atractivo a sus productos, tanto en el extranjero como en el interior del país. De ahí su satisfacción ante dicha posición de los 7G favorable a la contención de la subida del dólar. Ahora bien, ¿se puede esperar realmente que basten los deseos expresados por los grandes países? Por el momento, las opiniones de los expertos son que es poco probable que el ascenso del dólar se detenga.

Para apoyar su punto de vista de que el dólar ya había subido lo que debía, los ministros aludieron a los datos básicos de las distintas economías ("economic fundamentals"), sugiriendo que el buen estado de la economía de Estados Unidos ya se había reflejado en el incremento de valor que ha ido experimentando la divisa norteamericana en el curso del último año.

Según los ministros, el dólar, a partir de ahora, no tenía por qué revalorizarse más, so pena de agravar la situación del déficit comercial de Estados Unidos, que se ha estado moviendo alrededor de los 100 m.m. de dólares en los pasados dos años. Una persistente alza del dólar, en esas circunstancias —se pensó—, no podía más que incrementar tal déficit, ya significativo.

Según Fred Bergsten, director del Institute for International Economics, de Washington, cada 1% de aumento del valor del dólar supone el incremento de alrededor de 10 m.m. de dólares del déficit comercial cada dos años, aproximadamente. Esto podría significar, pues, si todo lo demás permaneciera igual, que la subida del dólar de los últimos tiempos se tradujera en un incremento de hasta 70 m.m. de dólares del déficit comercial en 1998. "Desde el punto de vista del comercio exterior, está claro que el dólar empieza a estar sobrevalorado, por lo que debe frenarse su subida", ha dicho Bergsten.

Sin embargo, si bien el volumen de los actuales déficit corrientes podría traducirse en un descenso de la cotización de dólar, el caso es que existe otra circunstancia económica fundamental ante el futuro inme-

diato que podría conducir a que el dólar continuara subiendo.

La principal fuerza que ha promovido el alza en el pasado año no ha sido un déficit mayor o menor, que siempre ha sido elevado, sino el estado y evolución de la economía norteamericana.

El crecimiento económico medio de Estados Unidos ha sido de más del 3,5% desde el primer trimestre del año pasado, cifra que ha de compararse con el estancamiento de Japón y con la débil expansión de la Europa continental.

Esto tiene consecuencias importantes para los tipos de cambio. Los activos norteamericanos resultan así más atractivos. En especial, el alza de la bolsa ha actuado como un imán para los inversores extranjeros, lo que se ha traducido en un incremento de la demanda de dólares.

Y lo que es más importante, la solidez de la economía norteamericana ha llevado a muchos inversores a prever el fortalecimiento de la moneda, contribuyendo así a su apreciación. Además, la expansión en curso puede dar lugar —se piensa— a una elevación de los tipos de interés a corto plazo por parte de la Reserva Federal. Y aunque esto podría reducir el atractivo por el mercado de valores, incrementaría el deseo de poseer dólares a corto plazo, lo cual a su vez favorecería la cotización del dólar.

Por consiguiente, se hace difícil ver que la situación presente pueda conducir a una baja del dólar. más bien lo contrario, y todo hace prever que la simple retórica de los comunicados de los 7G no conseguirá alterar el curso de las cosas, si éstas permanecen como están en la actualidad. Cuando el dólar bajaba, hace un par de años, los bancos centrales se vieron obligados a intervenir para hacerlo reaccionar. Ahora podría ocurrir que tuvieran que intervenir para conseguir, eventualmente, lo contrario.

### Mercosur, vehículo de integración

(Stephen Fidler, en *Financial Times* de 4 de Febrero)

La integración de Iberoamérica, algo ambicionado desde el fin de la colonización de la zona a finales del siglo pasado, ha avanzado más desde 1990 que en los 100 años precedentes. Esto se explica en buena parte por los progresos realizados desde su creación, en 1991, por el área de libre comercio conocida con el nombre de Mercosur.

Mercosur —"Mercosul" en portugués— es un acrónimo de Mercado Común del Sur, creado por el tratado de Asunción por los gobiernos de Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

A pesar de su nombre, se trata de algo que está aún lejos de ser un mercado común, toda vez que la libertad de movimientos de la mano de obra constituye aún un objetivo difícil y distante. Pero, sea como fuere,

es mucho lo que se ha avanzado. La mayor parte del comercio dentro de Mercosur no está ya sometido a derechos arancelarios, aunque el libre comercio de todos los productos no será una realidad más que en el año 2000. Para entonces se habrán ultimado acuerdos sobre libertad de comercio de automóviles y de azúcar.

También se ha acordado un arancel exterior común para la mayoría de los productos. Pero el grupo no será una unión aduanera plena más que en 2006. En tal fecha Paraguay y Uruguay deberían haber adoptado el arancel exterior común, que va de un cero a un 20%. Esto ocurrirá cinco años después de que lo hayan conseguido Brasil y Argentina.

Mercosur, además, se ha ampliado. Chile accedió a él en Octubre como miembro asociado, lo que significa que será parte del área de comercio libre del grupo aunque sin adoptar el arancel exterior común. Por otra parte, Bolivia, miembro del área comercial del Pacto Andino, negoció una asociación similar en Diciembre.

Otras negociaciones, cuyo inicio se prevé para este mismo año, podrán llevar a la adhesión a Mercosur de países tales como Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela.

El grupo, además, está en conversaciones —lentas— con el fin de establecer eventualmente una unión comercial con la Unión Europea.

Desde que los países miembros empezaron la reducción mutua de sus derechos arancelarios en 1991, el comercio dentro de Mercosur ha crecido con rapidez, a una media del 27% anual de 1990 a 1995, en una etapa en la que el comercio de la zona con el resto del mundo aumentó un 7,5%. Una quinta parte de los intercambios exteriores tiene ya lugar entre miembros de Mercosur, frente al 9% en 1990.

El comercio entre Brasil y Argentina se ha cuadruplicado desde 1990, hasta alcanzar más de 15 m.m. de dólares el año pasado, y se prevé que se duplique en los próximos 6 años.

Algunos críticos han contemplado tal incremento como una señal de que el grupo puede constituir un obstáculo para la libertad de comercio, más que un bloque positivo. Alexander Yates, el principal economista de la División Comercial del Banco Mundial, sostuvo en un informe publicado en Octubre que las exportaciones dentro de Mercosur "crecían más rápidamente para productos en los que no está claro que Mercosur tenía una ventaja natural comparativa de ningún tipo".

Los defensores del grupo replicaron que el incremento del comercio dentro de Mercosur reflejaba un rápido crecimiento de las importaciones de todos los países, como resultado de la apertura de las economías a principios de la década.

Los mismos defensores, sin embargo, están de acuerdo en que existen importantes imperfecciones en Mercosur desde el punto de vista de la libertad de comercio.

Con todo, Mercosur es importante incluso más allá

del comercio exterior. La exportación a Brasil, por ejemplo, ayudó a Argentina a superar la prueba de su programa antiinflacionista tras la crisis financiera de México en 1995.

Además la presión de otros países de Mercosur resultó vital para sofocar un intento de golpe militar en Paraguay, el año pasado.

Sea como fuere, a medida que Mercosur ha progresado han ido saliendo a la luz las dificultades de la integración.

La infraestructura de la región no está preparada para hacer frente al incremento del comercio que ha tenido ya lugar. Las manifestaciones de este fenómeno son múltiples.

Según los transportistas por carretera, puede tardarse tres días para cruzar el principal paso fronterizo entre Brasil y Argentina, en Uruguiana. Los mayores problemas son de tipo burocrático. "Por el momento, el caos es enorme. Se trata de un problema de mentalidad. Se trataría de que hubiera un puesto de aduanas común; no uno de cada país".

Otro problema fronterizo es que mercancías importadas de fuera de Mercosur son gravadas dos veces. Una en el puerto de entrada y otra cuando pasan la frontera terrestre.

Más importante es aún el hecho de que la integración ha alcanzado un punto en el que la coordinación de las actuaciones se ha convertido en absolutamente necesaria: una política antidumping común; la inclusión de los servicios en el tratado de Mercosur, etcétera.

La armonización fiscal es otro problema. Según parece, las empresas brasileñas están en desventaja por el volumen de los impuestos que deben pagar. Así, en dicho país, los impuestos representan una media del 42% de los costes de producción. En Argentina, el 28%, y en Paraguay el 20%.

Brasil preocupa a sus consocios por otras cosas. Así, según un decreto del mes pasado, se promueve la instalación de los fabricantes de automóviles en el noroeste del país, lo cual ha dado lugar a una agria respuesta por parte de Argentina.

Argentina está asimismo preocupada porque algunas dificultades prácticas de los exportadores a Brasil —por ejemplo, el doble arancel— puede estimular la inversión en ese país. Cualquier dificultad que haya para entrar en Brasil fomenta la inversión allí.

Por todo ello, la actitud de Brasil respecto a sus consocios de menor peso ha de resultar esencial para el desarrollo de Mercosur. Esto es especialmente cierto porque este grupo carece de una institución similar a la Comisión Europea, que puede promover la integración incluso en los casos de tibieza de los países participantes. "No queremos crear una enorme burocracia, pero tampoco queríamos perder dinamismo".

Brasil se ha mostrado particularmente reacio a la creación de una burocracia supranacional, y eso es

importante toda vez que el citado país representa el 70% de la producción y de la población del grupo. Ahora bien, el resultado es que la mayoría de las decisiones, y las más difíciles, deben ser resueltas por los mismos jefes de Estado.

Hasta ahora no ha faltado la voluntad política para el progreso de Mercosur, si bien Brasilia se ha mostrado más bien fría ante la idea de constituir rápidamente una área de libre comercio que fuera de Alaska a Tierra de Fuego, que es lo que acordaron hacer los líderes del hemisferio occidental en una reunión celebrada hace un par de años en Miami.

Sin embargo, el apoyo político que pueda recibir la idea dependerá en gran parte del mayor o menor éxito que consigan los programas antiinflacionistas del mismo Brasil y de Argentina.

Una vuelta a la inflación en cualquiera de esos dos países incrementaría la tensiones de la otra economía y del propio Mercosur. A medida que pasa el tiempo, con todo, aumentará la presión a favor de una mayor coordinación. Un mercado común exigirá una mayor institucionalización de Mercosur, y requerirá una más amplia armonización de los derechos arancelarios y de otros aspectos de la política económica.

Los éxitos obtenidos por Mercosur hasta el presente han llevado a establecer comparaciones con la integración europea. Pero el caso es que la Unión Europea ha estado dirigida por instituciones que no tiene Mercosur. Como resultado de ello, un mayor progreso de la integración en Iberoamérica puede resultar más difícil que lo que se ha conseguido hasta el presente.

### **La apasionante y agria disputa entre Paul Krugman y Lester Thurow sobre una cuestión de interés general**

(Louis Uchitelle, en *The New York Times-Herald Tribune* de 18 de Febrero)

Sólo se han encontrado una vez desde que Paul Krugman regresó el pasado verano al prestigioso departamento de economía del Massachusetts Institute of Technology, o MIT. Se trató de un encuentro breve y ocasional que tuvo lugar en los pasillos que conducen al despacho de Lester Thurow. "Sólo intercambiamos algunas frases amables", ha dicho éste.

Sin embargo, ¡cuántas cosas podían haberse dicho los dos grandes economistas! Los despachos de uno y otro se hallan relativamente próximos, lo que podría facilitar los contactos. Pero ocurre que no se trata tanto de colegas como de combatientes de alto nivel que luchan por explicar la naturaleza misma de la economía nacional.

Con toda la autoridad que les reconoce el mundo profesional, uno y otro han hecho públicas sus explicaciones divergentes de un fenómeno económico que intriga no sólo a los economistas sino a toda la opinión.

¿Por qué tantos norteamericanos han quedado rezagados en las dos últimas décadas, durante las cuales una minoría bien situada ha prosperado visiblemente? Dicho en otras palabras, ¿por qué las diferencias de renta entre ambos grupos de población se han puesto de manifiesto de una manera tan descarada y persistente, incluso en medio de una etapa de sólida y prolongada expansión como la actual?

Lo que Thurow y Krugman han hecho ha sido traducir a un lenguaje vivo, descarnado y a veces ofensivo o sarcástico el debate técnico que sostienen sus colegas en un momento en que muchos norteamericanos toman posiciones a favor o en contra de esta o aquella tesis. Según las encuestas, la opinión más compartida es aquella según la cual la causa principal de los problemas económicos que afectan a una mayoría de los ciudadanos es la competencia del resto del mundo.

Ahora bien, según Paul Krugman y la mayor parte de los economistas, tal punto de vista es erróneo. El gran culpable, dice Krugman, es la nueva tecnología, que exige gente de nivel universitario, bien pagada, y que excluye a los menos cualificados.

Para Thurow y otros, sin embargo, esa respuesta no es correcta, estimando que es la rápidamente cambiante economía global la que provoca el problema mencionado, ya que da lugar a que cientos de millones de trabajadores de bajos salarios de todo el mundo manden a Estados Unidos los productos que fabrican, con la consiguiente repercusión en los ingresos medios de los norteamericanos.

Krugman y Thurow no están solos, en efecto, en ese debate. Políticos, gurús, historiadores, sociólogos y analistas de Wall Street se han incorporado al mismo, y han aportado posibles remedios al problema objeto de discusión: regúlase el comercio exterior; restrínjase la inmigración; elévense los impuestos de los ricos para subvencionar a los pobres; mejórense los niveles educativos intentando conseguir una mayor cualificación general y, con esto, unos más altos ingresos individuales; etcétera.

Pero han sido Krugman, en quien se ve a un próximo premio Nobel, y Thurow, que fue profesor del MIT antes de que Krugman cumpliera los 20 años, quienes se han convertido en los más destacados y más articulados portavoces de la profesión en la búsqueda de posibles respuestas. Y lo han hecho sin llegar a enfrentarse pública y personalmente, ni a verse nunca juntos en los debates que sobre la materia han tenido lugar en el anfiteatro de conferencias del MIT y en los que uno y otro han solido participar, aunque separadamente.

Krugman y Thurow ofrecen versiones de la economía como si se tratara de cardiólogos que dirieran sobre esa o aquella enfermedad del corazón, diciendo uno que la primera causa de la misma es el estrés mientras el otro asegura que la enfermedad es debida a una alimentación demasiado rica en grasas.

Krugman aparece como el defensor de la opinión más extendida entre los economistas, y lo hace acaloradamente, sin miramientos. Por esto se refiere a las opiniones de sus rivales como diciendo que carecen de

base, citando a sus contrarios a veces por su propio nombre, como es el caso de Robert Reich, el ex-secre-tario de Trabajo, e incluso, indirectamente, al propio Thurow.

"Es demasiado personal", dice Thurow de Krugman. "Resulta difícil discutir con él".

Thurow, además, hace declaraciones que van frecuentemente más allá de las ecuaciones, de los diagramas y de modelos matemáticos que, según Krugman, hacen de la economía una disciplina respetable.

Thurow, por ejemplo, habla del impacto de la economía global en los habitantes de Norteamérica. "Los que sólo dispongan de una formación terciarista percibirán unos salarios propios del Tercer Mundo", dice. O bien, "cualquier cosa puede ser producida en cualquier parte y vendida donde sea, en cualquier rincón de la tierra". Para Krugman, eso puede decirlo cualquiera, sin necesidad de acogerse a lógica científico-económica alguna.

Con todo, existen puntos de vista y elementos de juicio comunes. Los dos ilustres economistas se sienten progresistas (*liberals*), por lo que no discuten sobre ideología sino sobre lo que es mejor económicamente hablando. Además, promueven políticas similares –fortalecimiento de los sindicatos, mejora de la educación y de la formación, redistribución de la renta para reducir las desigualdades, etc.–. Los dos, además, abandonaron en algún momento sus quehaceres académicos para ocupar cargos públicos, y ambos lo hicieron para colaborar con administraciones demócratas: Thurow con Carter, y Krugman con Clinton, en los primeros días de la presidencia de éste.

Ambos, por otra parte, comparten las incertidumbres, e incluso el pesimismo sobre el futuro. Krugman duda que exista una política que mejore las autocorrecciones del propio mercado, aunque éste sea falible. Thurow, por su lado, estima preocupado que, en ausencia de un reto importante que sustituya a la Guerra Fría, los norteamericanos dejarán que la economía se deteriore al negarse a colaborar con el Estado en la financiación de la investigación y de la inversión pública, cosas que los empresarios eluden porque los efectos de las mismas no son directos o inmediatos.

Krugman, el único hijo del directivo de una compañía de seguros, alcanzó en menos de una década una posición de primera fila como economista. Al terminar su carrera en Yale en 1974 y doctorarse en el MIT en 1977, se dedicó a la investigación, realizando trabajos innovadores sobre los efectos de las actuaciones de la Administración en la promoción de la industria y del comercio exterior. Aunque se muestra preocupado por las interferencias del Estado en los mercados, ha demostrado con precisión matemática cómo las ayudas de éste pueden mejorar la competitividad de la industria.

A principios de los años 90 Krugman aumentó su audiencia dedicándose a explicar la disciplina y los misterios de la economía a profanos capacitados.

Thurow entró en contacto con el público desde los inicios de su carrera profesional.

El mayor de los tres hijos de un predicador metodista de Montana, Thurow estudió en el Willians College y obtuvo una beca Rhodes que le llevó a Oxford. Se doctoró en Harvard en 1964 y cuatro años más tarde, a los 30, se encontró en el MIT como profesor del departamento de economía y de la Sloan School of Management, de la que fue decano.

El camino que le llevó a la cúspide fueron sus trabajos sobre distribución de la renta. Cuando dejó la Administración se dedicó a difundir sus ideas. "Ya que no conseguí que el rey me escuchara, decidí probar con el público", ha dicho Thurow. Es la otra manera de influir en el sistema.

Thurow aplaude las aportaciones tempranas de Krugman según las cuales el Estado puede colaborar en la mejora de la competitividad de la industria. Esto está en consonancia con las preferencias de Thurow por un régimen de libertad de mercado enmarcado por el Estado. Pero Krugman objeta que sus descubrimientos son a veces utilizados –por gente "que no entiende los límites– para justificar una política industrial intervencionista.

Según Thurow, cuando los mejicanos o los chinos exportan camisetas o neumáticos a Estados Unidos, por ejemplo, norteamericanos no cualificados (o menos cualificados) se ven desplazados o bien obligados a buscar empleos con salarios más bajos en los servicios.

Ante estas argumentaciones, Krugman replica que las importaciones procedentes de países de salarios bajos representan sólo el 2 por ciento de la renta nacional, lo que apenas puede influir en el mundo del trabajo de Estados Unidos. El comercio exterior es, sí, una causa de desigualdad económica –reconoce Krugman– pero, dice éste, hay otros factores más importantes, y en especial, la invasión de nuevas tecnologías. Como resultado, la demanda de gente muy cualificada –desde programadores a altos ejecutivos– ha aumentado enormemente, con lo que sus sueldos han subido respecto a los de la gente menos cualificada.

Sin embargo, sigue diciendo Krugman, los no cualificados no lo pasarán tal mal, a largo plazo, toda vez que los salarios aumentarán en México y en China, a medida que los trabajadores de estos países vayan siendo más productivos.

El punto de vista de Thurow es del todo diferente. Siendo el capital tan móvil como es, y con unos medios de transporte y de comunicación en constante progreso, las empresas pueden instalarse casi donde quieran, dice Thurow. Incluso sus actividades de alta tecnología son ahora vulnerables, en la medida en que rusos y europeos del Este con buena formación llegan al mercado de trabajo.

La mejor solución –dicen ambos contendientes– es un mayor crecimiento económico en el interior del país y en el extranjero. Pero uno y otro se hallan muy distantes de nuevo cuando se trata de dilucidar cómo conseguir ese crecimiento mayor, e incluso en apreciar si éste es posible. Las diferencias se producen en materia de productividad, o producción por trabajador, que no

ha crecido mucho últimamente en el mundo industrializado. En último término, la única manera de generar más crecimiento, o renta nacional, es consiguiendo que trabaje más gente, o encontrando la manera de que cada trabajador produzca más por hora trabajada.

Thurow querría que se intentara un incremento de la productividad paso a paso (*in stages*). El inicio podría consistir, tal vez, en un aumento del gasto del Estado, o en una rebaja de los tipos de interés. "La productividad ha de ser promovida", dice aquél. "Es el resultado de lo que hace la gente como respuesta a las oportunidades que el crecimiento proporciona, no la causa del crecimiento.

Krugman dice que esto no son más que buenos deseos (*whisful thinking*). Tanto él como la mayoría de los economistas dicen no saber por qué el crecimiento de la productividad ha disminuido tanto desde principios de los 70. Tampoco pretenden saber cómo podría cambiar esta lamentable situación.

Las críticas que recibe Thurow de muchos de sus colegas norteamericanos son a veces hirientes. Se considera que sus conclusiones y sus estimaciones son frecuentemente erróneas.

Por ejemplo, en *Head to Head*, un *best seller* publicado en 1992, Thurow describió una lucha global protagonizada por tres bloques antagonistas dirigidos respectivamente por Estados Unidos, Europa y Japón. Resulta, sin embargo, que los pretendidos bloques no han aparecido. Thurow replica que todavía pueden materializarse.

Algunos de los economistas que siguen a Krugman le objetan a éste su punto de vista según el cual la economía global tiene sólo un impacto limitado en los salarios norteamericanos. Puede que la tecnología ejerza un mayor impacto sobre los salarios que la economía global, dicen aquellos, pero hay otros factores también muy influyentes —sindicatos más débiles, desregulación, inseguridad laboral, etc.— razón por la cual se hace difícil decir cuáles son las más importantes. "La posición correcta es agnóstica", dice uno de aquéllos.

## EL DISCUTIDO PROYECTO DE REFORMA FISCAL ALEMANA

Dedicamos un espacio al proyecto de reforma fiscal que a finales de Enero ha hecho pública en Bonn la Comisión Gubernamental que, presidida por el Ministro Federal de Finanzas Theo Waigel, lo ha elaborado y que ha dado lugar a reacciones de índole diversa. Hemos preparado, a partir de las informaciones ofrecidas por la prensa alemana y suiza, una síntesis con las líneas maestras del proyecto. Las primeras tomas de posición de varias instancias y los editoriales más destacados aparecidos en los días inmediatos al anuncio de este plan.

### Aspectos mas sobresalientes de la reforma

La Comisión del Gobierno Federal Alemán ha pre-

sentado, bajo la denominación de "futura escala de gravamen de Petersberg para 1999", el plan de "gran" reforma del impuesto sobre la renta que ha de suponer para el contribuyente una exoneración de unos 30.000 millones de DM. La reducción de los tipos impositivos se compensará, en parte por medio de la supresión de bonificaciones fiscales, aunque están sin decidir numerosos detalles, al igual que la eventual elevación del IVA.

El Ministro Federal de Finanzas Waigel ha señalado que los acuerdos de la Comisión por él dirigida suponen "la materialización de los tipos impositivos más bajos de los últimos 50 años" y que también se convierte en realidad el objetivo de unos tipos reducidos coincidiendo con una base imponible amplia y más justa. El Canciller Kohl también se ha mostrado satisfecho con el resultado presentado a los grupos parlamentarios. La Dirección del CDU había dado el visto bueno al paquete de medidas con cuatro votos en contra —entre ellos, el del Ministro de Trabajo Blüm— y una abstención, la del Alcalde Gobernador de Berlín Diepgen.

Se trata, en el proyecto, de disminuir, en el año 1999, los tipos del impuesto sobre la renta y sobre los rendimientos del trabajo personal desde el 15% al 39%. Hasta ahora la escala de gravamen iba desde el 25,9% al 53%. La Comisión ha vuelto a corregir ligeramente la escala. Así el tipo impositivo de entrada del 15% se aplicaría ahora a los ingresos sujetos a gravamen desde 13.000 DM a 18.000 DM. A partir de los 18.000 DM, la escala saltaría al 22,5%. Sube después de forma linealmente progresiva, es decir, sin más saltos, hasta el 39% que se alcanza con los 90.000 DM.

Para rentas profesionales el tipo máximo se reducirá del 47% al 35%. En cuanto al impuesto de sociedades, el tipo correspondiente a ganancias retenidas habrá de descender del 45% al 35% y para ganancias repartidas, del 35% al 25%. Según Waigel, "en el futuro, nuestros tipos impositivos serán totalmente competitivos con respecto a los demás países industrializados". A fin de que, en el futuro, se produzca antes el esperado efecto positivo sobre las inversiones, esta parte de la reforma fiscal se anticipará a 1998. En un primer paso, los tipos máximos se bajarán hasta el 40% y para ganancias repartidas, hasta el 28%, aplicándose en 1999 los tipos definitivos. El primer paso se financiará mediante normas más rígidas de determinación de ingresos.

En 1998 también se moderará el recargo de solidaridad desde el actual 7,5% al 5,5%, tal y como la Coalición había ya decidido a finales de 1996. Hasta ahora no se han acordado otras fases de recorte de este gravamen. En las conclusiones a que se ha llegado en el Petersberg se señala que no es posible hacer frente, el 1 de Enero de 1999, a una supresión total del impuesto, aunque deberá tener lugar, lo más rápidamente posible, por etapas.

La cuantía total de las rebajas fiscales asciende a 82.000 DM. Con la eliminación de exenciones fiscales y regímenes especiales, la base imponible —calculada a partir de la escala antigua— se amplía en 51.000 millones de DM y, partiendo de la nueva escala, en 38.000 millones de DM.



Todo esto es mucho más de lo que se había esperado cuando inició sus trabajos la Comisión encargada de estudiar la reforma fiscal. Se había previsto una menor carga impositiva neta de 30.000 millones de DM. A esto habría que añadir, ya en 1998, la menor presión, cifrada en 7.500 millones de DM, y derivada de la rebaja del gravamen de solidaridad. La reducción de impuestos —es lo que espera el Ministro de Finanzas alemán— dará lugar a una mayor demanda y a un mayor crecimiento y, con ello, a un mayor número de puestos de trabajo. De acuerdo con los modelos previamente calculados, el crecimiento podría de esta manera expansionarse a medio plazo en un 0,5% y las inversiones, en un 1,5%.

Las necesidades no cubiertas de financiación de la reforma fiscal deberían satisfacerse a través del incremento de los impuestos indirectos, léase del IVA. Parece que la CDU, como se ha dicho antes, todavía no ha llegado a un acuerdo por lo que se refiere a la tasa de incremento de este impuesto.

Una de las más debatidas propuestas de los autores de la reforma es la proyectada sujeción al mayor gravamen de las pensiones legales y de los seguros de vida. Parece, sin embargo, que, consultado el Tribunal Constitucional Federal, sigue subsistiendo la injusticia en la fiscalidad repetidas veces objetada en años pasados ante el Tribunal en el sentido de que los pensionistas se ven discriminados, por lo que, en adelante, estarán gravados el 50% de los montantes de las pensiones.

Waigel espera que el Gabinete apruebe, lo más tarde en Mayo, una proposición de ley sobre la base de los "acuerdos de Petersberg". En Noviembre podrían concluir las deliberaciones parlamentarias, lo que parece sería demasiado tarde para que, ya en 1998, entrara en vigor la reforma.

#### **Primeras tomas de posición sobre el proyecto**

#### **Reacciones en el seno del FDP.**

La Presidencia y el Grupo parlamentario de este partido se han pronunciado por que el proyecto de la Comisión encargada de la reforma fiscal "sirva de base para la elaboración de la correspondiente normativa legal". También han hecho saber que esta formación política está abierta a negociar con la CDU sobre la subida del IVA en un punto porcentual. Para los liberales "la reforma fiscal constituye la clave de la lucha contra el paro y la mayor rebaja de impuestos de la historia de la República Federal; con ella la Coalición pone de manifiesto su voluntad y coraje por conseguir la renovación de la economía de mercado en Alemania". Hay que tener en cuenta que las propuestas del FDP han sido recogidas en partes esenciales de la reforma. Por eso señala también que con ella se reconoce a los alemanes mayor autodeterminación en lo que toca al producto de su trabajo y se consigue un mayor margen para las inversiones, un dinamismo económico más acentuado y la intensificación del crecimiento y de la creación de puestos de trabajo.

Para el FDP el bajo tipo impositivo inicial del 15% ofrece la ventaja de que, justamente en la franja de las remuneraciones reducidas es donde surge, por la incentivación fiscal, un nuevo atractivo para la actividad lucrativa. Otro aspecto de interés para trabajadores y autónomos es la rebaja del tipo máximo hasta el 39%. Constituyen también impulsos importantes el inicio de la reforma en 1998, con la sujeción a gravamen de los ingresos profesionales y la disminución, el mismo año, del recargo de solidaridad.

#### **Críticas del SPD.**

Aunque la oposición al Gobierno ha criticado la propuesta de reforma fiscal de éste, sus ataques no han sido demasiado fuertes, por haber quedado desprovistas de algunos argumentos. Las objeciones del Presidente de esta formación política Oskar Lafontaine han sido más bien desmañadas. Ha censurado especialmente que la menor carga impositiva no entre ya en vigor en 1998. En vista de la debilidad de la demanda, a los consumidores se les debería facilitar lo más rápidamente posible poder adquisitivo adicional.

También se lamenta desde este partido, al igual que desde el campo de Los Verdes, que la reforma adolezca de una orientación ecológica y que, con las medidas propuestas no experimenten una reducción los costes salariales accesorios. Se reclama asimismo una menor carga fiscal para los que algunos llaman "soportes de la productividad", que para el SPD son, por ejemplo, "los operarios especializados, con elevadas remuneraciones, y los ingenieros". El que el tipo impositivo máximo del 39% grave rentas ya a partir de los 90.000 DM es contrario al rendimiento, con lo que los citados soportes de la productividad" reciben el mismo tratamiento que los millonarios. Lo curioso es que no hace tanto tiempo que el SPD había clamado por que se sometiera a un gravamen más elevado a los perceptores de rentas más altas, lo que habría abarcado ya a las rentas en torno a los 70.000 DM.

Para el SPD la reforma llega demasiado tarde, porque hasta por lo menos dentro de dos años no se percibirán sus efectos sobre el mercado de trabajo. Por otra parte, echa en cara al Gobierno el haber hecho, en repetidas ocasiones, promesas fiscales —hace poco a propósito del recargo de solidaridad— que luego no ha cumplido, lo que obliga a desconfiar del anuncio de este gran aligeramiento de la carga fiscal. Para Lafontaine no se producirá un aumento del IVA para reducir los tipos impositivos máximos. Por otra parte, no es necesaria una contrafinanciación total de la reforma, por cuanto que el mayor crecimiento que se espera podría cubrir los menores ingresos. Con ello el Presidente del partido ha desautorizado a los miembros de su grupo parlamentario que afirman que, después de la reforma debe haber una compensación complementaria por la vía de la supresión de excepciones.

Tampoco acepta el SPD la fiscalidad para los recargos por trabajo nocturno y en días festivos. No han de ser los perdedores justamente las personas que tienen profesiones particularmente duras, como las enfermeras, los conductores de autobuses o los trabajadores sujetos a turnos. Por otro lado, con la sujeción a grava-

men de las pensiones y del subsidio de desempleo se agudizarán los problemas sociales.

### **División de opiniones en el mundo empresarial.**

Según la apreciación del Consejo de las Cámaras Alemanas de Industria y Comercio, el proyecto de reforma "supone un paso valiente para estimular las inversiones de las empresas, fortalecer el crecimiento económico y promover la creación de puestos de trabajo". Los tipos impositivos fijados para renta y sociedades quedan reducidos a un nivel interesante internacionalmente que de buen seguro incentivará las inversiones hacia Alemania. La disminución de la carga fiscal, del orden de los 30.000 millones de DM, impulsará por igual las inversiones y el consumo. El Consejo rechaza, en cambio, la subida del IVA para financiar la reforma, para lo que lo procedente sería una supresión más consecuente de los privilegios fiscales. Los empresarios están dispuestos a soportar la ampliación que les corresponda de la base impositiva.

Un parecer análogo ha sido el de la Federación Alemana de la Industria, que también valora el efecto positivo que para las inversiones tendrá la disminución de los tipos que, ahora quedan a una altura comparable a la que tienen los de los países industriales del entorno de Alemania.

En cambio, ha expresado una dura crítica la Asociación Alemana de Entidades de Seguros que cree que, con los planes de la Coalición de gravar incluso, los seguros de vida ya concertados, se penalizará a millones de ciudadanos que tienen un seguro de vida para la vejez y a sus deudos. Según la Asociación, quedarían afectados más de 80 millones de contratos.

También ha mostrado su inquietud la Asociación Alemana de Agricultores que estima que la reforma perjudica de manera especial a este grupo social.

### **El parecer de los sindicatos.**

Los sindicatos alemanes son contrarios a los planes de reforma fiscal del Gobierno Federal. El Presidente de la Federación Alemana de Sindicatos Dieter Schulte los ha calificado de socialmente injustos y perjudiciales desde el punto de vista de la política de empleo. Cree que pueden dar lugar a conflicto entre ambas instancias. Schulte considera que carece de credibilidad una reforma que no consiga reducir la carga fiscal de los trabajadores especializados. Censura como disparate la sujeción a gravamen del trabajo nocturno, en días festivos y por turnos, tanto más porque la Coalición aseguró hace un año que no se estaba pensando en una medida de este tipo. La Federación considera también negativa, desde el punto de vista del empleo, la fiscalidad de las primas.

### **Opinión de la Asociación de Contribuyentes.**

La Asociación estima que hace un año nadie hubiera considerado posible un proyecto de escala impositiva con un tipo de entrada del 15% y un tipo máximo

del 39%. La prevista menor carga fiscal, por valor de unos 30.000 millones, demuestra que no se trata de una fullería, aunque en este punto se había esperado más. En cuanto a la escala misma, a la Asociación le parece bien, aunque hubiera preferido un tipo máximo del 35%, en lugar del 39%. En conjunto, resulta que —desde un punto de vista relativo— se benefician menos que otros de la reforma justamente los perceptores de rentas entre 22.000 y 90.000 DM. Los perceptores hasta 18.000 DM se verían descargados en un 57% y, en la franja intermedia de ingresos, a menor carga bajaría del 25% al 13%. Habría que considerar si el tipo máximo no debería aplicarse más adelante, por ejemplo, para ingresos anuales de 110.000 DM ó de 120.000 DM. En cuanto a la subida del IVA, la Asociación la considera injusta desde el punto de vista social.

### **Comentarios de algunos editoriales de prensa**

#### **A tientas y a contracorriente.**

(*Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 25 de Enero)

La primera valoración por parte del SPD de los planes del Gobierno Federal en el campo de la fiscalidad podría inducir a los pusilánimes a concluir que la reforma no tiene posibilidades de convertirse en realidad. Por supuesto que la "desastrosa situación social" —argumento preferido del SPD— no la puede arreglar ni siquiera un tipo impositivo de entrada del 15%. Y el SPD tampoco quiere creer en el efecto de reducción de la carga impositiva de la nueva escala de gravámenes para una gran mayoría de los contribuyentes. Evoca con vehemencia los eventuales sacrificios del trabajador especializado con turno de noche que, además, tiene que desplazarse desde un lugar alejado. El que no corresponda al fisco distinguir en los ingresos el que hayan sido obtenidos de día o de noche y que en puridad tampoco deba desempeñar un papel el lugar de residencia, son argumentos que los socialdemócratas prefieren ignorar a desvirtuar. Sin embargo, en la toma de posición del Presidente del SPD Oskar Lafontaine ha llamado la atención el que —si se exceptúan los recargos— haya eludido casi siempre las concreciones en torno a la reforma. Tampoco se conoce todavía ningún proyecto fiscal propio del partido. El partido quedaría mejor si, más bien a tientas, fuera a contracorriente de la Coalición. La reforma fiscal es demasiado importante para hacerla peligrar a la ligera. Quienes insistan en que, en beneficio del mercado de trabajo, debe la reforma iniciarse ya un año antes, debe estar dispuesto a negociaciones rápidas, pero sobre todo abiertas.

#### **Tener la responsabilidad**

(*Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 28 de Enero)

El poder con el que el SPD actúa a través del Consejo Federal, sobre el campo legislativo lo aplica el partido con toda legalidad y legitimidad. La superioridad del SPD en el Consejo Federal es el resultado de las elecciones a los parlamentos regionales. Y hay que suponer que los ciudadanos saben que, con su

voto, no sólo deciden en las cuestiones relacionadas con cada estado federado, sino que confieren influencia al partido vencedor en cada "land" sobre la legislación federal. Así que, desde un punto de vista formal, es totalmente correcto que el SPD intente también imprimir su sello a la reforma fiscal —incluido un toque de ideología. De todas formas, la legitimidad de la posición de poder no es sólo una cuestión jurídico constitucional formal, sino que también debe ser justificable a partir de la calidad del ejercicio de ese poder, si es que la comunidad no ha de sufrir ningún perjuicio.

Hasta ahora el SPD no ha dado a entender en el debate fiscal que, en el sentido de la legitimidad justificada con carácter objetivo, desee participar en proceso legislativo. Es difícilmente imaginable que los dos objetivos esenciales de la reforma —el sentar las bases económicas de un mayor dinamismo y de más puestos de trabajo— y el simplificar el Derecho Fiscal pueden ser totalmente extraños para los socialdemócratas. Pero en sus comentarios y declaraciones de intención no estos puntos de vista son lo de menos. Caricaturizándose, en cierto modo, a sí mismos, los socialdemócratas se aferran a argumentos que giran en torno a la distribución. Y también éstos serían honestos si, al menos, fueran plausibles en sí mismos. Pero es que no lo son. ¿O es que con una escala impositiva de rentas con una progresión entre apreciable y pronunciada es convincente la jeremiada de que la disminución de la carga es, en DM, mayor "arriba" que "abajo"? Porque esto no es más que la consecuencia del Derecho Fiscal alemán. Pero ¿cuál sería el valor —entiéndase siempre para el dinamismo, la eficacia y las oportunidades de empleo— de una reforma que asigne las reducciones de la carga fiscal de acuerdo con la evolución de la progresión? Y ¿no debería parecer absurdo a los propios socialdemócratas el ver en la fiscalidad de los recargos por trabajo nocturno o en días festivos el final del estado social?

Los socialdemócratas tienen la responsabilidad. ¿Quieren realmente evocar el riesgo de poner en peligro la razón económica y el fin social de la reforma fiscal?

### **El ánimo abandona a los reformadores**

(Helmut Maier-Mannhart, edit. en *Suddeutsche Zeitung* del 24 de Enero)

Si en el Derecho Fiscal alemán se suprimieran todas las exoneraciones y se tapanan todos los agujeros por los que se escabullen los contribuyentes entonces podrían rebajarse a la mitad los tipos impositivos hoy en vigor. No es nueva esta apreciación económico financiera. Ella también ha apadrinado el inicio de la gran reforma fiscal por la que, después de grandes vacilaciones, se ha decidido la Gran Coalición. Quien, para enjuiciar el resultado al que se ha llegado, tome como pauta esta máxima, quedará por fuerza decepcionado. Vista así, la Comisión encargada de la reforma se encuentra en el verdadero sentido de la palabra a mitad de camino, es decir, con el resultado de que también la rebaja de los tipos impositivos se reduce a la mitad de lo teóricamente posible.

Pero ¿dónde en el negocio de la política es posible imponer posiciones de dominio, sobre todo en el caso de un país en el que los intereses de grupo se han convertido hasta tal punto en un factor de dominio? En estas condiciones habrá que reconocer que los "acuerdos de Petersberg" conjuntamente elaborados por profesores y políticos, no han quedado muy por detrás de las expectativas realistas. Esto es, en cualquier caso aplicable al nivel futuro de los tipos impositivos. Con un tipo mínimo del 15% y un tipo máximo del 39%, para ingresos privados, y del 35%, para ingresos profesionales, se ha alcanzado un nivel que resiste la comparación internacional en materia de tipos impositivos. Si realmente entran en vigor habrá quedado desmontado el argumento de país de elevados impuestos que esgrime siempre la industria como uno de los principales aspectos negativos para la actividad económica en Alemania. Es una señal significativa para los inversores, sobre todo del extranjero, que siempre han tratado de eludir este país. Naturalmente que los tipos impositivos podrían convertirse en el mínimo común denominador en el debate que ahora habrá de seguir. Y esto también porque la Comisión ha hecho retoques importantes en el tipo mínimo, no sólo en el sentido del FDP, sino igualmente del SPD. Así que en los próximos meses se discutirá con vehemencia bastante sobre todo lo demás. Temas excitantes no faltan, empezando por el tanto por kilómetro sobre la fiscalidad de los recargos por trabajo nocturno o en días festivos y terminando por el empeoramiento de las condiciones de amortización para las empresas y la supresión de las exoneraciones para la agricultura. Aunque la lista de crueldades es larga, la ampliación de la base impositiva en la sujeción a gravamen de toda clase de rentas constituye el eje de la reforma fiscal. Si ella pierde, aunque sólo sea en alguna de sus partes, la empresa se tornará farsa.

En la futura discusión la Coalición no tiene malas cartas en la medida en que, en la eliminación de ventajas y ayudas fiscales, no ha estado expuesta al reproche de haber vulnerado la simetría social. Aproximadamente dos terceras partes del ahorro conseguido con sujeción a la escala en vigor —unos 51.000 millones de bienes patrimoniales. Con ello las propias empresas habrán financiado ampliamente la rebaja fiscal que les beneficia.

Pero esto también es razonable, porque la "plaza fiscal" de Alemania no estaba aquejada tanto de la desproporcionada fiscalidad global de las rentas empresariales como de los espantosamente elevados tipos impositivos que tenían que pagar íntegramente todos aquellos que no estaban en disposición de esgrimir las correspondientes amortizaciones.

En cambio, la controversia se hará más virulenta a costa de la proyectada elevación del IVA. Aunque no está explícitamente mencionada en el documento final de la Comisión de Reforma, el Ministro de Finanzas Theo Waigel no ha dejado lugar a dudas acerca de que le es necesario un punto porcentual adicional para compensar las escalas más bajas del impuesto sobre la renta. En este punto el SPD aplicará la palanca para reforzar sus planteamientos. Ya desde hace tiempo se

sabe que no aceptará un incremento de esta naturaleza.

Los socialdemócratas lo que quieren es una reforma fiscal sin subidas de impuestos. Esto suena bien, pero ¿después qué? Como por este lado con toda seguridad no vendrán más propuestas de recorte, se desembocaría en un tipo impositivo máximo más alto. No sin razón ha evitado el SPD comprometerse en esta cuestión. Sin embargo, no habría valido la pena una reforma fiscal con un tipo impositivo máximo bastante superior al 40%.

Por sí solos los incrementos de impuestos previstos impiden calificar de golpe maestro las propuestas. Para ello se habría requerido más coraje político, inclusive en los recortes. Éstos se agotan en una mecánica numérica hecha a medida de las actuales circunstancias. El proyecto de reforma no contiene elementos que comporten una reducción de la actividad del estado. Pero justamente en este ámbito existe un gran potencial de ahorro.

Prescindiendo de este fundamental defecto de construcción, el resultado –con una menor carga impositiva por valor de unos 30.000 millones de DM– es básicamente aceptable para los contribuyentes. Abre para inversores y consumidores márgenes discretos con efectos de reanimación del crecimiento. Pero sólo sus autores quieren calificarlo de obra del siglo.

### Una jugada inteligente

El proyecto de reforma fiscal de Waigel es objetivamente discutible, pero políticamente constituirá un éxito.

(Winfried Münster, edit en *Süddeutsche Zeitung* del 1/2 de Febrero)

Gerhard Schröder, el más popular político de la oposición, acusa a la coalición gubernamental de tener "ánimo de defraudar". Aprobará la reforma del impuesto sobre la renta antes de las elecciones parlamentarias del otoño de 1998 y después, caso de ser nuevamente elegida, se volverá a embolsar los beneficios fiscales a los trabajadores. Esto es un ataque frontal, incluso entre políticos (que permite concluir que Schröder está enojado). También tiene motivos, porque el proyecto de reforma de la comisión presidida por el Ministro Federal de Finanzas Theo Waigel es objetivamente discutible, pero políticamente, una jugada inteligente y perfectamente sincronizada. El Ministro promete inversiones y puestos de trabajo como frutos de la reforma y con toda seguridad que los cosechará.

Cualesquiera que sean los planes de inversión que las empresas tengan guardados en el cajón, estarán bien aconsejadas si ahora los sacan rápidamente, porque en 1999 empeorarán las condiciones de amortización, en tanto que mejorará la fiscalidad de los beneficios. Esto exige invertir en la actualidad para poder disfrutar después de una rentabilidad de la inversión más elevada. En el lenguaje de Waigel y de su Canciller esto significa expansión económica y victoria electoral.

Y ¿qué pasa con la acusación de Schröder? Podría

haber algo de verdad en ella, porque muchos contables afirman que las empresas resultarían perjudicadas por la reforma. Su menor presión fiscal, merced a los tipos impositivos más bajos, sería a menudo más reducida que su carga debido a las menores posibilidades de amortización. Las amortizaciones más bajas significan unos beneficios más altos y, con ello, además, un impuesto industrial creciente. Si el Gobierno aceptara esta queja el agujero en las arcas públicas se haría más grande. Apenas si entonces le quedaría otro remedio que resarcirse con el trabajador. En tanto que el quebranto –que la Comisión Waigel cifra ya ahora en unos 44.000 millones de DM– no pueda ser compensado ni siquiera con ayuda del IVA, hay que considerar que los tipos impositivos propuestos para rentas no industriales no están esculpidos en piedra. Lo que previsiblemente sucederá es que se subirá el tipo máximo.

Pero los contables probablemente no tendrán razón. Por mucho que aumenten los beneficios la carga del impuesto sobre la renta y de sociedades desciende a pesar de todo, más que compensándose también con ello el impuesto industrial más alto. Si el desarrollo de la economía industrial empeorara realmente por debajo de la marca, la menor carga fiscal de las rentas del trabajo y de las otras rentas no industriales debería todavía superar el déficit en la propuesta Waigel. Pero esto está ya en contraposición con las apariencias, porque, a propósito del desmantelamiento de las exoneraciones fiscales a los trabajadores, la Comisión ha dado evidentemente vía libre a sus expertos, mientras que, al reflexionar sobre las disposiciones relativas a la determinación de las ganancias en el ámbito industrial, estaba sentada en la segunda fila. La no sujeción a gravamen en el caso, por ejemplo, del trabajo nocturno y en días festivos, no estaría justificada desde el punto de vista de la sistemática fiscal. Pero el empresario sí debería pagar, en cambio, recargos más elevados. Y esto comprimiría sus beneficios sobre los que entonces también pagaría menores impuestos que antes de la reforma. El que los recargos sujetos a gravamen sobre los salarios estén entonces igualmente sometidos a la seguridad social –con lo que podrían impulsar al alza las contribuciones sociales– es algo que el experto fiscal no puede tener en cuenta. El tanto alzado de los trabajadores para gastos de publicidad se reduce desde 2.000 a 1.300 DM, puesto que, de hecho, al empleado medio apenas se le originan gastos en la consecución de ingresos. El trabajo se inicia a la puerta de la fábrica, en realidad, ni siquiera el tanto alzado de distancia estaría justificado. Así que el plus por kilómetro se transforma en un tanto de distancia reducido.

Mientras tanto, nada han podido hacer los sistemáticos fiscales contra el que, según el economista Franz Wagner, es, con mucho, el mayor escondrijo en materia de impuestos. Los fondos de previsión de las empresas no están sujetos a gravamen hasta que empiezan a pagarse, como promedio, pasados 35 años. Wagner cifra estos fondos en Alemania en 300.000 millones de DM, de modo que estamos ante unos ahorros gigantes. El profesor resume todo esto, diciendo que pueden ser anticipadas las pérdidas que aminoran los impuestos y que, en cambio, las ganancias deben ser hechas efectivas antes de que la administración tributaria pueda intervenir. La futura así denominada obligación de

revalorización no parece injusta a los expertos. La posibilidad de elección de asignar un mayor valor parcial para la nave industrial que el año precedente, se convierte en necesidad en ausencia de cifras. Pero los gastos de adquisición no se pueden rebasar. Es decir, exención de gravamen para las ganancias no hechas efectivas. ¿O es que equivale a una contundente reforma del impuesto sobre la renta el que las ganancias por transmisión en el mercado inmobiliario se consideren de entrada, y según los plazos, exentas o sujetas a gravamen?

Esto paralizará el mercado. Lo adecuado sería introducir un impuesto sin compromiso sobre las ganancias por transmisión. Pero de esta manera la reforma lo que hace es distorsionar, cuando lo que debería hacer es corregir. El "plazo de especulación" de diez años discrimina en contra del mercado inmobiliario frente a los mercados de valores en los que, de hecho, sí se especula.

Waigel tiene necesidad de un incremento del IVA para poder financiar su reforma e intenta hacerlo atractivo con el argumento de que una tal reorientación desde los gravámenes sobre los beneficios a los impuestos sobre el consumo abarata la exportación, puesto que los impuestos directos entrarían en los precios de exportación y los indirectos, no. Ni más ni menos que un subterfugio, según un fiscalista. En realidad, el Estado lo que está haciendo es mirar de soslayo hacia el IVA desde que ya no le es posible gravar el mínimo de subsistencia.

## EL SÚBITO Y DRAMÁTICO AUMENTO DEL PARO EN ALEMANIA

Agrupamos en las líneas que siguen los artículos de opinión más destacados que han aparecido en la prensa de ese país a raíz de la publicación de las últimas y preocupantes estadísticas de desempleo.

### Ahora sí, embargados por el temor

(Frankfurter Allgemeine Zeitung del 7 de Febrero)

La noticia de los 4,6 millones de parados no ha caído sobre la población alemana desde un cielo despejado. Los políticos del SPD hablan con curiosa unanimidad del "jueves negro", del fracaso, por finja flor de tierra, del gobierno Kohl hasta, incluso, de la ritual petición de dimisión y de nuevas elecciones, como si ello pudiera cambiar en algo el hecho de que la política ha llegado a una plaza central de la que sólo parten callejones sin salida.

Lo único que se les ha ocurrido en común a las dos grandes agrupaciones políticas ha sido la disminución de las horas extraordinarias. Pero cabe esperar que la mayoría de los empresarios no recurran a las horas extraordinarias por comodidad, sino porque, por la jurisprudencia en materia de Derecho Laboral, es demasiado difícil despedir a los trabajadores cuando ya no se los necesita. El Secretario General de la CDU Hintze

apuesta incansable por la mejora de la coyuntura en primavera, con la consecuencia de una recuperación en el empleo. El SPD encomia su viejo remedio milagroso: los planes estatales de ocupación y la reducción del tiempo de trabajo, no utilizando ya de entrada —quizá esto sea un rayo de esperanza— la expresión de "compensación salarial plena".

La fijación de las condiciones de trabajo y económicas se ha cedido ampliamente a los grupos de intereses. Sólo al margen está el estado, que se ha pensado que actúe como mediador objetivo. A él se ha reservado la legislación fiscal y el marco de la seguridad social. Pero en una democracia diseñada sobre la igualdad y con partidos en concurrencia, esto está encerrado en límites muy estrechos. Puede considerarse un mérito de la Coalición de Bonn el que haya hecho un intento tardío de detener, al menos, utilizando los instrumentos del estado aun disponibles, la erosión de los puestos de trabajo. Con todo, en el SPD, junto a aquellos que defienden impasibles hasta el abismo la —presunta— ley del crecimiento de las ventajas (sin tener en cuenta el número de los que en esto pasan a la sombra) se encuentran los que creen en el cambio. Es posible que el creciente peso del infortunio tenga sus ventajas: las rutinarias manifestaciones de los políticos tengan por primera vez bien; quizá surjan de ellas energía y "espíritu común" que, con toda seguridad, no será posible conseguir, como cree el conmovedor Blüm, con un "Pacto por el Empleo" renovado.

### La trampa del desempleo

(Frankfurter Allgemeine Zeitung, edit. de Hans D. Barbier del 7 de Febrero)

Bonn no es Weimar. Esto tampoco lo cambia el nuevo récord del paro. Sin embargo, la "cuestión sistemática" se plantea —aunque de otro modo— cuando, por lo común, se pone en relación con el código de Weimar. El ocaso de la República de Weimar fue la consecuencia del rechazo del sistema político por una gran parte de la población. El actual desastre del mercado de trabajo es el resultado del aferrarse de casi todos los grupos y partidos al sistema de connotación social de la colectividad.

¿Cuál es la amenaza si las cosas siguen evolucionando así? Nadie puede permitirse decir dónde, en concreto, pueden crearse nuevos empleos. Pero quien abra los ojos sabe cuál es el origen del paro. Vislumbrar en esto una contradicción es desconocer la naturaleza y manera de funcionar de la economía de mercado. No procede orientarla por el método de las decisiones hacia una meta previamente fijada. Pero es fácil determinar qué fuerzas dan lugar a aquellos resultados —como, por ejemplo, el paro masivo— que en el consenso se lamenta se hayan producido como fallos por no responder a las normas y valores generalmente aceptados por la sociedad. El desempleo excluye de la sociedad competitiva a quienes tienen voluntad de trabajar. En ello está la esencia de su infamia.

El paro no es algo que caiga como un hado del cielo —en cualquier caso, no para la economía y la sociedad, por muy fatal que pueda parecer a cada cual.

El desempleo masivo de estos años se explica por la concurrencia de un nuevo y creativo desarreglo en el mercado mundial y la obstinación por mantener los viejos mecanismos de ordenamiento en las sociedades escleróticas.

Ha crecido el margen de libertad en el mundo. Aparecen nuevos competidores; los costes de transporte y comunicaciones descienden; en manos de los pioneros empresariales se arremolinan en los mercados de capitales, bienes y servicios las innovaciones científicas básicas. En este mundo del desorden innovativo y productivo todos —ya sean empresarios o trabajadores— han de buscar y defender sus oportunidades.

No existe una receta mágica para el éxito en este terreno. Expresiones tales como "reductos del mercado" o "condiciones del mercado" no son más que códigos que cada cual habrá de cumplimentar en el lugar que le corresponda: para el empresario esto puede significar una aventura de riesgo difícilmente calculable en mercados próximos o lejanos y para el trabajador, de momento, la renuncia al trabajo y al nivel de retribución habituales. Esto es duro y no todos los experimentos estarán coronados por el éxito. Pero hay una cosa que con toda seguridad estará llamada al fracaso: el poco razonable intento de encauzar a una sociedad anclada en el sistema social de antaño hacia el mundo económico de mañana. Y esto sólo puede conducir a desbarajustes. El paro masivo es justamente uno de estos accidentes de gran envergadura.

Dentro de la libertad de mercado sólo puede dar buen resultado la libertad económica de movimientos de cada cual. El experimento ofrece posibilidades de supervivencia por cuenta propia. Lo que significa esto es: impuestos más bajos, menor participación del estado, una previsión existencial más eficaz, menores regulaciones, un menor ajuste colectivo y más configuración contractual en el mercado de trabajo. A quien no se le permita buscar sus oportunidades, tampoco podrá encontrarlas. Y esta búsqueda es algo que debe acometer cada uno. La sociedad puede montar entramados normativos, pero no puede —en su totalidad imaginable— solucionar problemas ni explorar los caminos que conducen hacia el futuro. La búsqueda —repetimos— es tarea de cada cual. Y en esta tarea él no se encontrará solo, porque una sociedad sujeta al imperativo de la adaptación no debe romper con la solidaridad con los débiles.

Es obvia la cuestión de dónde, cuándo y en qué sectores pueden crearse cuantas nuevas posibilidades de empleo por medio de la modificación de los sistemas en orden a una mayor individualidad y movilidad. Pero no tiene sentido —ni subraya las virtudes de un ordenamiento liberal— el dar vueltas a la respuesta. Está claro que es una cuestión que no la tiene.

De lo único de lo que se está seguro es de que, con una mayor movilidad en el terreno individual, será posible hacer frente, saliendo incólumes —o incluso fortalecidos— a los cambios experimentados por la economía mundial. Como colectivo anquilosado la sociedad no ofrece a sus componentes esta oportunidad.

Quien por razones ideológicas se resista a aceptar

este punto de vista debería dejar que le ilustrara la triste realidad de las estadísticas laborales. Parece como si también fuera vana esta esperanza. El oscuro velo de la socialdemocracia impide a la política encontrar los caminos que permitan salir de esta calamitosa situación. Se proponen cosas pueriles, como la sustitución mecánica de las horas extraordinarias por nuevas condiciones de trabajo; en contra de la experiencia, se ensalza el cártel de los convenios colectivos como factor acreditado de ordenamiento; se elaboran costosas cajas familiares en un momento en el que un paro originado justamente por los costes se ha convertido en la perspectiva más probable para la juventud; las políticas fiscales y de pensiones se enredan en indecisiones y en falta de sinceridad; la política presupuestaria oscila, sin sentido, entre los criterios de Maastricht y la necesidad de alimentar a los parados.

Esta esclerotizada sociedad no se podrá librar del desempleo, de la trampa que ella misma se ha puesto. Quien invite a participar en las reuniones de crisis de la Cancillería a las "probadas fuerzas del ordenamiento" habrá fracasado, nada más empezar, en la tarea que ha de realizar. Lo único que servirá serán las reformas de los usos del sistema. Y Bonn no se convertirá por ello en Weimar.

#### La mentira de los 4,66 millones

(*Süddeutsche Zeitung*, edit. de Dagmar Deckstein del 7 de Febrero)

El Presidente de la Administración Federal de Trabajo Bernhard Jagoda acude ahora también a las leyes de la naturaleza en la "lucha" contra el desempleo. Según él, como si se tratara en efecto de una ley de la naturaleza, se podrá tener en la primavera la seguridad de que las cifras de empleo vuelven a aumentar. En cualquier caso, se trata de un planteamiento un tanto más original, en vista de la alarma provocada por las cifras del mercado de trabajo. Las múltiples lamentaciones se materializan en recíprocas inculpaciones para determinar quién y qué es responsable de la cifra hasta ahora sin precedente de los 4,66 millones de parados registrados en el país: los elevados costes salariales adicionales, las muchas horas extraordinarias, los empresarios sin patria, el cártel de los convenios, la globalización en general y, en todo caso, el Gobierno Federal, con su equivocada política fiscal y de austeridad. Todos y cada uno son culpables, pero ninguno quiere deteriorar a averiguar qué es lo que realmente está pasando. En verdad, quizá lo mejor sería dejar que la "naturaleza" siguiera su curso y esperar hasta que el desempleo hubiera alcanzado unas dimensiones tan insostenibles que todos hubieran quedado convencidos en este país de que con los instrumentos de la vieja era industrial ya no se puede hacer frente a esta tarea de futuro.

Las propuestas en torno al fomento del empleo, que desde hace meses vienen barajándose, giran alrededor de problemas marginales del importante cambio de estructuras en la creación de riqueza y, con ello, en el empleo, que todavía no alcanza a comprenderse en todas sus dimensiones. Ya sean las llamadas contribuciones ajenas a la seguridad en las cajas sociales o las

llamadas a una mayor oferta de trabajo a tiempo parcial o –colmo del activismo político– el millón aproximado de extranjeros que hay en el país y que presuntamente disputan a los alemanes sus valiosos puestos de trabajo, todo ello no son más que propuestas que ni siquiera rozan el núcleo del problema. En estos debates es como si hace 200 años los campesinos, al verse paulatinamente desplazados de su terruño por el incipiente avance de la industrialización hubieran pensado que sólo dos trabajadores por surco deberían plantar el doble de zanahorias para salvar el futuro de su modalidad de producción agraria.

Más interesantes todavía que los últimos y alarmantes datos de Nuremberg son los que ha difundido la Oficina Federal de Estadística a principios de la semana. Según ellos, por primera vez han descendido en la economía alemana los puestos de trabajo en 404.000, situándose en estos momentos en 34,5 millones. En cambio, se señala que las personas ocupadas en los trabajos que quedan están siendo cada vez mejor remuneradas. En todo caso, hasta ahora ha venido habiendo un crecimiento continuado de empleos. Aunque éste lo superaba regularmente el número de los que estaban buscando trabajo, ahora no sólo no aumenta, sino que incluso disminuye. En términos absolutos, baja el volumen del llamado trabajo dependiente. Y esto significa, a su vez, que ya va siendo tiempo de que también se abandone el estereotipo de trabajador sobre el que hace décadas se asentó esta sociedad industrial y sus sistemas de seguridad social.

Aquí equiparamos el paro con la situación en la que uno no ha encontrado ningún jefe que le diga lo que tiene que hacer y que le pague por hacerlo. ¿Tiene realmente que ser éste nuestro credo, es decir, que cualquier actividad dependiente sea mejor que ninguna, por muy embrutecida que ésta sea? ¿Tiene quizá algo que ver también con la curiosa mentalidad antiempresarial de este país el que la cuota de los autónomos haya descendido en los últimos 40 años desde el 17% al 7%? Por otro lado, tampoco puede silenciarse totalmente, más allá de la indignación que han causado las últimas cifras, el que haya, no obstante, numerosos empresarios que ofrezcan empleos como si fueran cerveza agria y que topen con el desinterés recalcitrante de aquellos que se presentan enviados por la Oficina de Empleo. Y ¿quién tiene el valor de decir a las personas que, verdaderamente suplicantes, buscan un trabajo que su anticuada cualificación no se ajusta a las nuevas exigencias? En las nuevas profesiones lo que cuenta son los conocimientos, más que la destreza y la fuerza muscular; las nuevas tareas exigen iniciativa y no subordinación ni letárgica recepción de órdenes.

Contrariamente a lo que sucedía antes, para la creación de riqueza, para la producción de bienes y servicios, es cada vez menos necesario el trabajo humano. Cada vez tienen más porvenir aquellas actividades que no se pueden automatizar: inventar, desarrollar, formar, organizar, moderar, educar, curar, cuidar. Ni siquiera la máquina de crear empleos, que es la técnica informática, podrá dar lo que muchos esperan de ella.

Hay hoy ya, con toda certeza, una cosa segura y es que en diez, en veinte años, apenas si será fácil reconocer el mundo utilizando las pautas actuales. Y hasta

entonces quizá se habrá asimismo desenmascarado el carácter híbrido de una política que desde hace algún tiempo va por ahí vendiendo la promesa de que antes de que acabe el final del milenio puede reducir a la mitad la cifra de parados. De todas formas, esto lo puede seguir prometiendo impunemente mientras el 70% de los alemanes, a la pregunta de quién crea los puestos de trabajo en este país, responda que es el estado.

### Convulsión en el mercado de trabajo

El desasosiego en torno al número de parados es enorme. ¿Servirá éste para allanar el camino hacia una mayor ocupación?

(Helmut Maier–Mannhart en *Süddeutsche Zeitung* del 8/9 de Febrero)

Nunca antes, en un solo mes, habían perdido en Alemania tantas personas su empleo como en Enero de 1997. Más de medio millón han sido los parados que han disparado la cifra de desempleados hasta la marca de 4.658.267. El trauma es profundo, aunque, en fin de cuentas, el incremento haya sido tan extremadamente importante, porque los empresarios de la construcción, contrariados por la modificación legal de las primas por mal tiempo, han volcado a sus trabajadores ante las puertas de las oficinas de empleo. Y a este propósito se ha olvidado, por puro miedo, preguntar qué es más asombrosa: la aparente ignorancia con la que el Gobierno Federal ha aprobado una normativa que cuesta más dinero que la antigua o la frialdad con la que las empresas constructoras se justifican –a menudo fuera de la legalidad– a costa del común de las gentes.

Aunque una gran parte de los trabajadores de la construcción que ahora nutren las estadísticas de desempleo vuelvan, en la primavera, a encontrar trabajo, ello no afecta a la tendencia al aumento del paro. Y esto en unos momentos en los que el Gobierno Federal sigue albergando la ilusión de reducir, antes del 2000, a la mitad el volumen de los sin trabajo. Para alcanzar un éxito, al menos parcial, tendrían en los meses próximos que ponerse nuevos pilares. Pero desgraciadamente nada indica que esto vaya a suceder. Se debate de una manera tal en lo que respecta a los dos grandes proyectos de la reforma fiscal y de la reforma de las pensiones que día tras día disminuyen las esperanzas de que, al menos en estos ámbitos, vaya a producirse un verdadero cambio de rumbo.

Y se ganaría mucho si cuanto menos hubiera consenso sobre lo que hasta ahora se ha hecho mal. Esta letanía es interminable y afecta prácticamente a todas las áreas en las que las personas que actúan tienen influencia sobre las condiciones económicas marco. Así, hasta el pasado más reciente, los interlocutores sociales han impulsado al alza los costes salariales y ello no sólo con subidas de remuneraciones, sino, la última vez en 1995, también por la vía de la reducción del tiempo de trabajo. Durante demasiado tiempo se ha ignorado la inexorable ley según la cual los puestos de trabajo sólo se pueden crear si el incremento de los costes se mantiene por debajo del avance de la productividad. Aunque ésta era la política acertada para los

(cada vez menos) titulares de empleos, no lo era para los parados. Hasta la ronda de negociaciones de 1996 no ha habido una descongestión de costes para las empresas. Una serie de rondas con mejoras de retribuciones limitadas a la tasa de inflación, habrían sido una vía razonable para conseguir más puestos de trabajo competitivos. Por mucha polémica que haya, ésta no podrá invalidar la regla de que quien negocia el precio del trabajo manda sobre el nivel de la demanda.

No sería justo querer cargar sobre los hombros de los sindicatos toda la responsabilidad por las omisiones en el campo de los convenios. A los empresarios hay que achacarles, por ejemplo, que hayan procedido con tanta lentitud a la aplicación de la flexibilización del tiempo de trabajo sobre la que, con tanto esfuerzo, se han puesto de acuerdo los interlocutores. Prescindiendo de las relativamente pocas grandes empresas que agotan todas las posibilidades, la masa de las empresas medianas sigue todavía hoy aferrada a los esquemas tradicionales. En lugar de iniciar caminos nuevos que garanticen empleo, prefieren suprimir puestos de trabajo si de lo que se trata es de rebajar costes.

Pero ha sido el estado el que en el pasado se ha llevado la palma como destructor de empleos. Ha contribuido con fuerza a incrementar los costes laborales, empujando constantemente al alza la espiral de los costes sociales y haciendo subir la cuota del estado por encima del 50%. En su esfuerzo por extender lo más ampliamente posible las buenas acciones ha hinchado constantemente los presupuestos sociales y reducido las inversiones a una magnitud marginal. Cuando la economía de la construcción constata hoy que las inversiones públicas en este campo han descendido en más del 30%, esto es en ese caso un indicio de lo mal que van las cosas. Impuestos más elevados, un enorme endeudamiento y encima inversiones en descenso —el balance de la actividad estatal no puede ser peor, de una actividad que en definitiva domina más de la mitad del producto interior bruto. Lo que hace falta no es un programa de inversiones voluminoso, financiado por el crédito, sino un cambio de rumbo de los medios disponibles para fortalecer el ámbito de la inversión. Si los interlocutores sociales y el estado tomaran en serio su responsabilidad cara a los puestos de trabajo no les faltarían directivas para actuar. Las hay en abundancia en los dictámenes del Comité de Expertos del Gobierno. Si se consiguiera, por ejemplo, una reforma fiscal y de las pensiones que mereciera este nombre, de aquí al 2000 seguramente no se crearían 2 millones de puestos de trabajo nuevos, pero sí se podría invertir la peligrosísima tendencia de constante aumento del desempleo. No podrá haber pleno empleo en el sentido de la actividad lucrativa clásica. El país ha de volcar todas sus energías en dominar el cambio estructural que aquí se encuentra en una fase menos avanzada que en otros países que no le han puesto tantas trabas. en Alemania hoy sigue trabajando todavía en el sector industrial un 34% de la población activa, comparado con el 26% y el 26%, respectivamente, en los EE.UU. y en Japón. También en nuestro país seguirá bajando la cuota. Pero esto significa que han de

sucedir muchas cosas si de lo que se trata es de alcanzar la compensación por la pérdidas de estos empleos, y ello sobre todo en aquellos campos a los que pertenece el futuro, como las técnicas de la comunicación y de la información, la biotécnica y las técnicas genéticas, la técnica de los materiales y la técnica médica. Pero esto da por sentada la disposición para el cambio, que todavía hoy está dominada por una mentalidad patrimonialista. Es una convulsión del mercado de trabajo que ha de servir para despertar los ánimos.

## EL INFORME ECONÓMICO ANUAL DEL GOBIERNO ALEMÁN

Reagrupamos en la siguiente nota las informaciones facilitadas por el diario alemán *Frankfurter Allgemeine Zeitung* y el suizo *Neue Zürcher Zeitung* sobre este documento presentado en los últimos días del mes de Enero.

En el Informe Económico Anual del Gobierno Federal Alemán para 1997 éste espera, para el año en curso, un déficit presupuestario del 2,9% del PIB. Con ello revisa sensiblemente al alza su estimación del déficit público en el año de referencia en el que habrá que basar la decisión relativa a la participación en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Hasta ahora el Ministro de Finanzas Theo Waigel no se había mostrado impresionado por los pronósticos, aun menos optimistas, de los "Cinco Sabios" que forman el Comité de Expertos ni de los seis institutos de investigación económica, ya que, con el 2,5%, el endeudamiento público nuevo ofrecería en 1997 un margen de seguridad suficientemente grande con respecto al 3% exigido. En cambio los expertos habían previsto tasas de déficit del 3,3% y del 3,5% para este año. El Informe ha sido aprobado por la Comisión Delegada para Asuntos Económicos antes de ser objeto de consideración por el Gabinete.

### Observancia estricta de los criterios.

Se subraya que los estados federados y los municipios deberán cumplir las pautas de financiación acordadas en el seno del Consejo de Planificación Financiera para ellos y para la Federación. En valores absolutos, el déficit de financiación asciende a 105.000 millones de DM. El Informe Económico Anual subraya, además, que una moneda estable aceptada por la población y por los mercados financieros, exige el respeto riguroso de los criterios de convergencia. Es por ello por lo que el Gobierno Federal insiste en que, en la selección de participantes en la UEM que habrá de llevarse a cabo en la primavera de 1998, sólo se pueden cualificar para la tercera fase los países que satisfagan aquellos criterios contenidos en el Tratado y que, además, ofrezcan la garantía de unas finanzas públicas sólidas. El Gabinete confía en que un número suficiente de estados miembros pueda incorporarse a la tercera fase. De forma más clara de lo que ha sido el caso hasta ahora se muestran las consecuencias problemáticas de la Unión Monetaria. El Gobierno llama la atención sobre la circunstancia de que, en el futuro no habrá ajustes de los tipos de cambio en los países que parti-



cipen en la Unión Monetaria, en caso de perturbaciones económicas. De ahí que, con más intensidad que hasta ahora, se demande a los interlocutores sociales que tengan en cuenta las diferencias en materia de productividad y las exigencias en cada caso en el mercado de trabajo si es que se trata de evitar las disparidades regionales y el paro creciente.

### La tendencia en la primavera.

Para, el año en curso el Gobierno Federal cuenta con que haya una tasa de crecimiento del 2,5% en términos reales, después del 1,4% del año que ha finalizado. Mientras que los "länder" del Este han estado en 1996 con un 2,0% de crecimiento del PIB, todavía ligeramente por encima del crecimiento del 1,3% de la parte occidental del país, en el año en el que nos encontramos la tasa tendrá, con el 2,5%, una evolución paralela en ambas áreas. El Ministro de Economía Günter Rexrodt espera que el cambio de tendencia tenga, lugar en la primavera o, a lo más tardar, a principios del verano. La fuerza impulsora del crecimiento económico sigue siendo la exportación. En la proyección anual del Informe Económico se supone que, coincidiendo con un moderado avance de los precios de exportación, la de mercancías y servicios aumente en un 6,5% en términos reales, rebasando así apreciablemente el nivel del 4,6% del año pasado. El Gobierno Federal parte de que los impulsos originados por las operaciones de exportación se trasladen también a la demanda interior a lo largo del año y se materialicen cada vez más en inversiones empresariales. El nivel de precios del consumo privado se mantendrá previsiblemente, con un 1,5%, ligeramente por debajo de la cota del año anterior, que fue del 1,8%.

En cambio, es seria la situación en el mercado de trabajo. El Ministro Rexrodt ha afirmado que "estamos frente al mayor desafío de los últimos 150 años en materia de política de mercado laboral". El Informe Económico Anual se ha presentado justamente bajo el lema de "Reformas para el Empleo". Como promedio anual se espera que con 4 millones de parados registrados, haya 200.000 más que en 1996. El Gobierno habla de un nivel "preocupantemente elevado". Esta cifra equivale a una tasa de desempleo del 11%, después del 10,3% del año anterior. A finales de éste podría, no obstante, quedar otra vez por debajo del umbral de los 4 millones.

Explica el Ministro de Economía que el crecimiento por sí solo ya no podrá resolver los problemas del mercado de trabajo. Ni siquiera con una plena utilización de las capacidades productivas actuales cabría esperar un retroceso decisivo del paro, dado que la dinámica económica es demasiado reducida y las dificultades estructurales, demasiado importantes. Aunque, como se ha dicho, el Gobierno espere que en la primavera haya un giro, sus repercusiones probablemente sólo serán limitadas.

En un momento en el que se van a introducir profundas reformas fiscales el desempleo sería, según el Informe, particularmente preocupante, ya que 100.000 parados costarían unos 3.000 millones de DM en concepto de ayudas estatales y 1.000 millones en quebran-

tos impositivos. Un número creciente de los sin trabajo iría seguido de nuevas crisis presupuestarias. Ciertos estudios empíricos habrían demostrado que cada punto porcentual de crecimiento por encima del 3% —el Gobierno Federal piensa, sin embargo, que en 1997 solamente se llegará al 2,5%— darían lugar, pasado un año, a un retroceso de la tasa de paro de 0,5 puntos porcentuales. Por eso sería tan importante conseguir un cambio en la evolución de la economía, incluso en una situación en la que la concurrencia internacional se hace más aguda y se desplazan los centros de la gravedad en la división internacional del trabajo. Según Rexrodt, "si esto no se consigue son negras las perspectivas del endeudamiento nuevo." En cualquier caso, la reforma fiscal sería una buena jugada que supondría nuevas oportunidades para la expansión.

En el Informe el Gobierno toma posición con respecto al Informe de su Comité de Expertos Económicos, dando sus propios puntos de vista. Hace mención de diez campos en los que es urgente la actuación en cuanto a mejora de las condiciones de producción y de inversión, campos que apenas si han variado en los últimos años. El Gobierno, que este año quiere reducir la cuota del Estado desde el 50% al 49%, se propone seguirla bajando hasta el 46% antes del año 2000. A esto habría que añadir la minoración de la carga fiscal y el recorte de las cuotas globales de la seguridad social hasta menos del 40% de aquí al 2000.

### Más privatizaciones.

En el plan de política económica para el año 1997 el Gobierno confirma su viejo proyecto de eliminar obstáculos a la obtención de capital de riesgo. El proyecto de tercera ley de fomento del mercado financiero, que inicialmente debería haber presentado todavía el año pasado, se anuncia en el Informe Económico "lo más tarde para Marzo". A fin de reforzar el principio de la competencia, están en el orden del día la modificación de la Ley contra las Restricciones a la Competencia, la supresión de los monopolios en los mercados de electricidad y gas, así como la liberalización parcial del tráfico postal y la limitación del poder de la banca. El Gobierno tiene la intención de continuar su política de desregulación y privatización con la enajenación de empresas públicas, entre ellas el Banco Postal, la Tank & Rast AG, dos grandes sociedades de construcción de viviendas y el resto de su participación en Lufthansa.

## EL CAMINO Y LA META

(Frankfurter Allgemeine Zeitung, edit. de Jürgen Jeske de 21 de Enero)

Un año después del anuncio del Programa de Acción del Gobierno para Aumento de las Inversiones y de los Puestos de Trabajo, de lo que se habla no es de éxitos, sino de objetivos ambiciosos. Así el Ministro Federal de Finanzas Theo Waigel califica su presupuesto para este año, que prevé una disminución del gasto, de más ambicioso que cualquier otro presupuesto desde 1953. Aboliría incluso la vieja ley económica

del gasto público en constante crecimiento. Habrá que ver si y cómo sucede esto. El Presidente del Grupo Parlamentario del CDU Wolfgang Schäuble también considera meta ambiciosa la exoneración neta, por valor de 30 millones de DM, que supondría la proyectada reforma fiscal. El Ministro Federal de Economía Günter Rexrodt asegura incansable que la anunciada, pero que mientras tanto ha resultado ser ilusoria, no ha sido en todo momento más que un objetivo ambicioso al que hay que seguir aferrándose para crear presión a favor del cambio.

Ahora bien, seguramente es cierto que unas reformas, ajustes e incisiones tan profundas en una sociedad, después de cuatro décadas de crecimiento y bienestar, no se pueden llevar a cabo de la noche a la mañana. Se requiere tiempo para modificar las categorías mentales consagradas y quebrar los acervos anquilosados. Pero poco progresará el Gobierno, utilizando el principio de que el camino es la meta, una vez que se haya superado la debilidad en el crecimiento, y si de lo que se trata es de afianzar con visión de futuro Alemania como centro económico. Quien haya de iniciar una nueva singladura, querrá, como un escalador del Everest, llegar a un campamento intermedio y no tener la impresión de que pierde el camino. La confianza del ciudadano se encuentra constantemente afectada. Según una encuesta del Emnid, el 79% de los encuestados no creen que el Gobierno consiga una clara reducción de la presión fiscal, ni una simplificación del sistema tributario, un 69% dudan de que con una reforma de las jubilaciones se pueda garantizar la previsión social de los mayores, el 90% estiman impracticable la disminución, antes del 2000, del desempleo a la mitad. Por lo demás, los ciudadanos no es que confíen mucho más en la oposición.

En realidad, el balance provisional de esta etapa de gobierno sigue siendo estremecedor, si lo que se toma como pauta son los objetivos autoestablecidos. La posición del Gobierno sería hoy bastante mejor si, atendiendo las recomendaciones que de muchos años a esta parte vienen haciendo los economistas, con mayor decisión hubiera acometido el cambio (ya prometido en 1982) y, como muy tarde, con ocasión de la reunificación, hubiera puesto en marcha una reorientación y saneamiento consecuentes de las finanzas públicas. Entonces –como con buen sentido señala el Comité de Expertos Económicos– ni siquiera se habría dado lugar al círculo vicioso del elevado gasto, la presión fiscal creciente, una base imponible en disminución y una carga de intereses en aumento, coincidiendo con déficit persistentes. Es necesario releerlo que en el otoño de 1992 describió Rexrodt en 38 páginas como estrategia para los años 90 para reconocer en ella la escasez de poder ejecutivo y de espíritu consecuente.

Los cincuenta puntos del Programa de Acción, presentado hace un año, no han ido más allá de unos primeros pasos, por muy importantes que puedan ser la flexibilización de los horarios comerciales, la de la protección contra el despido y otras medidas que Rexrodt, como ahora ha sucedido en Francfort, vende

con categoría de grandes éxitos. Un signo, psicológicamente importante, cual sería el de iniciar en 1997 el desmantelamiento del recargo de solidaridad, se ha aplazado un año. Tampoco ha cuajado todavía la reforma de la fiscalidad de las empresas. Claro que el Gobierno solo no tiene la culpa de los escasos progresos que ha habido en la reestructuración del centro económico que es Alemania. También hay que achacársela a la política de bloqueo practicada por la oposición en el Consejo Federal, a los intereses de estados federados y municipios, a la mentalidad de los sindicatos, aferrada a su acervo, y a la declaración política de quiebra de los empresarios en materia de continuación del abono del salario en caso de enfermedad. Sin embargo, debió contarse con estos obstáculos. El mismo Gobierno se ha referido a ello en su último informe anual sobre la economía alemana. Tanto más tenía que haberse preocupado de facilitar; de forma creíble, su línea y también de acabar con los factores de obstrucción.

En este contexto, se ha afianzado mientras tanto el punto de vista –que también se ha extendido entre las filas de la oposición– de que las cosas no pueden seguir así. A la larga, las empresas alemanas pequeñas y medianas difícilmente podrán seguir subsistiendo con más de cuatro millones de parados, sin que ello dañe su identidad. De ahí que hoy sean en muchos casos posibles concesiones y cambios que hace tiempo no hubiera cabido imaginar. Sin embargo, son desgraciadamente insuficientes. La República Federal no está, con mucho, lo bastante preparada para el dramático cambio que se está operando en el mundo. De consiguiente, el gobierno debiera prestar menos atención al tan traído y llevado consenso y más, a las consecuencias de su política. Y es que no se trata, como con insistencia afirman los enemigos del cambio, de una renuncia al estado social, sino más bien de una vuelta a una política social liberal con elevado grado de autorresponsabilidad, como desde un principio se la imaginó Ludwig Erhard.

Son poco convincentes los avances en la reforma y tampoco lo es la política económica y financiera un año después de anunciarse el Programa de Acción del Gobierno, pocos días antes de que se celebre, el 4 de Febrero, el centenario del nacimiento de Erhard y menos de 500 días antes del examen de reválida de Maastricht, en la primavera de 1998. Pero, mientras continúen el paralizante forcejeo en torno a los acervos, la confusión en la política económica y financiera y la incertidumbre acerca de las condiciones marco, proseguirá la falta de vigor de las inversiones y será difícil superar la endeblez del crecimiento.

Ahora bien, Alemania ya no puede perder más tiempo. También se aproxima el año electoral de 1998, que apenas hace posibles las decisiones graves e importantes. Cada semana sin avances en la reforma es una semana perdida. Y cuanto más se demoran los necesarios cambios, mayor será el coste del ajuste. Ha llegado, por tanto, el momento de dejar de hablar sólo de metas ambiciosas y de encarar, con coraje, la consecución de estos objetivos.

# Temas del Mes

## FEBRERO 1997: LA CONFIANZA ECONÓMICA PROGRESA

Francisco Alvira Martín y José García López

### I. INTRODUCCIÓN

El primer sondeo del Índice del Sentimiento del Consumidor de 1997 (ISC o ICC, según versión de USA o UE), muestra novedades importantes y positivas.

Después de la profunda pérdida de confianza económica de los españoles entre la segunda parte del año 1992 y el primer trimestre de 1994, puesta de manifiesto con unos bajos valores del ISC comprendidos entre 52 y 58 en noviembre 92 y febrero 94, el ISC mantuvo una evolución positiva desde comienzos del año 1994. Los valores medios anuales fueron creciendo lentamente: 15 puntos de aumento entre los años 1993 y 1994; 6 puntos entre 1994 y 1995; 8 puntos supuso la subida entre 1995 y 1996 y otros 15 puntos ha sido el aumento entre los valores medios del último año y el ISC de febrero 97. Esta última subida del índice ha sido la más importante de todo el período.

De la lectura de estos datos se desprende una primera y positiva conclusión: *se ha afianzado el creciente optimismo económico de los españoles*. Es evidente que el valor absoluto 96 en la ya larga historia del ISC en España, es aún inferior a 100. Con este último valor, el optimismo se igualaría al pesimismo económico. Pero si se observa la serie desde 1977, el ISC alcanzado se coloca entre los más altos desde su comienzo. Sólo en el período entre 1986 y 1992, durante una etapa de clara expansión económica, el ISC se situó en torno al

EXPECTATIVAS MEDIAS ANUALES		
Año	Generales	Particulares
1993 .....	57	80
1994 .....	88	95
1995 .....	92	97
1996 .....	99	102
1997 (Febrero) .....	115	111

90. Así, al comparar los datos (ver gráfico núm. 1) resulta que el ISC ha logrado un nivel semejante al de los años que se recuerdan como de una gran bonanza económica.

También la segunda conclusión resulta positiva: las expectativas son los componentes del índice que más han contribuido al buen momento del ISC.

El rápido crecimiento de las expectativas entre los años 1993 y 1994 adelantó la salida de la recesión de los primeros años noventa. Después, las previsiones económicas de los consumidores avanzaron lentamente, cuatro, siete puntos adelantando lo que podría llamarse una lenta recuperación de la economía nacional entre 1994 y 1995. En este período, las expectativas sobre su propia situación económica mejoraron en dos y cinco puntos. Este lento avance de las previsiones de los últimos tres años ha cambiado. El primer sondeo del año 1997 ha supuesto *una rápida mejora de las expectativas*. Dieciséis y nueve puntos han aumentado las previsiones optimistas y, estas di-

CUADRO NÚM. 1  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

	1997		1996			1995			1994	Variación %	Variación %
	Febr.	Nov.	Jun.	Febr.	Nov.	Jun.	Febr.	Media	Nov.96/ febr.97	1994/1997	
OPINIÓN SOBRE:											
Situación económica del país											
- Experiencia.....	-8	-21	-21	-31	-41	-32	-33	-44	45	69	
- Expectativas.....	6	-8	4	-4	-16	-2	-26	-22	700	175	
Situación económica familiar											
- Experiencia.....	-6	-13	-12	-14	-17	-16	-16	-20	37	54	
- Expectativas.....	5	-2	2	1	-6	0	-1	-4	233	90	
Valoración momento de compra.....	-28	-45	-37	-39	-47	-50	-35	-47	23	25	
Índice de confianza del consumidor.....	-6	-18	-13	-17	-25	-20	-17	-26	50	63	

Nota: Formulación UE.  
Índice de variación:  $\frac{V_n - V_{n-1}}{V_n + V_{n-1}} \times 100$

ferencias entre los valores de noviembre 96 y febrero 97, son mayores que las que hubo en los ocho sondeos anteriores. En términos absolutos, tanto el subíndice de expectativas sobre la evolución de la economía general como el que marca las expectativas personales han superado la cota 100. En otras palabras, los optimistas son más que los pesimistas.

Se ha avivado el proceso de mejora de las expectativas y, también, los demás componentes del ISC, ésta es la tercera consecuencia del último sondeo. Una rápida mejora de los diferentes aspectos de la opinión pública sobre la economía acompaña a la de las expectativas. También la *experiencia reciente sobre la marcha de la economía nacional y familiar durante los últimos meses ha mejorado* notablemente. Los valores absolutos (90 en uno y otro caso) siguen siendo inferiores al 100, pero al compararlos con los anteriores, se observa un cambio positivo.

En el sondeo de noviembre 96, la valoración por parte de las familias del momento para comprar bienes duraderos era mala (índice 55), tampoco eran buenas las previsiones. Según aquellos resultados, el aumento del consumo privado era aun una asignatura pendiente para los españoles. Desde el sondeo de febrero 94 a noviembre 96, el subíndice sobre el momento de compra había ido mejorando lentamente: 15 puntos en los ocho sondeos. Frente a esa lenta recuperación, en el último trimestre, *la valoración del consumo ha aumentado* 17 puntos. Aunque su valor absoluto se sitúa muy por debajo del 100, comparativamente ha-

blando es un buen dato. El valor 72 de este subíndice es similar a los que se observan en los años 1988, 1989 y 1990 e inferior a los del año 1991 y primera parte de 1992. Esta cuarta y positiva conclusión de los consumidores parece adelantar unos buenos resultados de la economía española en el cuarto trimestre de 1996 y prever una clara fase ascendente en el comienzo del año 97.

Además de estos buenos resultados observados en los cinco componentes del ISC, deben añadirse otros factores que contribuyen a observar con más optimismo los datos del sondeo de febrero 97. El progreso del sentimiento económico se ha producido en todos los estratos de la población distribuida por sus ingresos. Trece puntos avanza el ISC de las rentas bajas; veintiuno, las medias y dieciséis puntos las rentas altas. La quinta conclusión de esta rápida síntesis del último sondeo es la *percepción global de mejora sin discrepancias entre grupos económicos*. Todos perciben que la economía marcha mejor en 1997 que en el año anterior.

Los españoles han relegado la *inflación a un puesto secundario* en la ordenación de sus problemas socioeconómicos desde comienzo de los años 90. La evolución anual del IPC desde un 6,7% de tasa media anual en 1990, al 3,6% en 1996, justifica esa buena opinión de los consumidores. Los sucesivos sondeos han recogido esa experiencia. Entre 1994 y 1996, algo menos de la mitad de los consumidores reconocía que los precios habían aumentado poco en los doce meses anteriores. Las pre-

GRÁFICO NÚM. 1  
ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR  
(1977 - 1997)

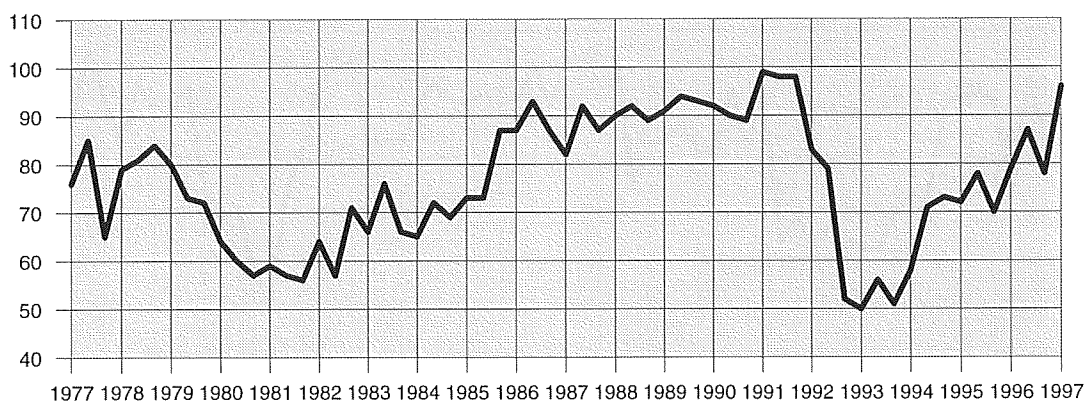
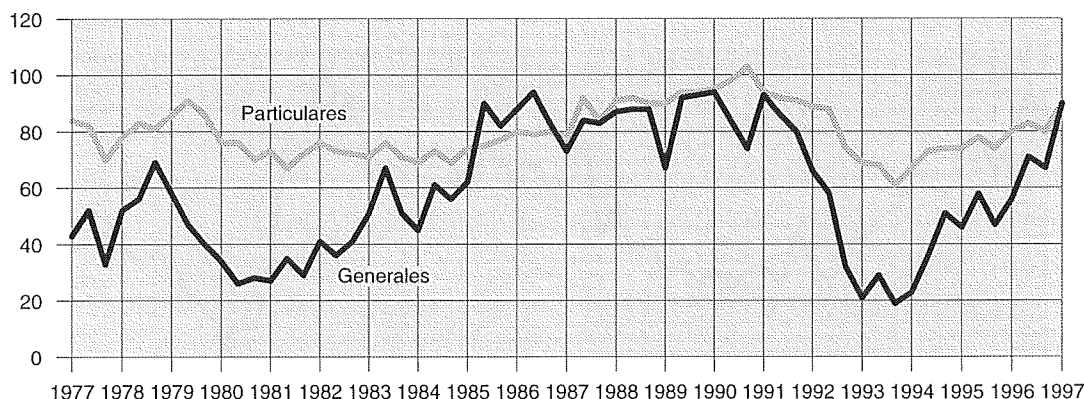


GRÁFICO NÚM. 2  
EXPERIENCIA RECIENTE-ISC  
(1977 - 1997)



siones sobre precios eran algo mejores que su experiencia. Con un porcentaje en el entorno del 50%, las expectativas favorables se iban confirmando mes a mes. El sondeo de febrero 97 consolida esta tendencia e, incluso, acelera su ritmo: un 63% ha percibido una satisfactoria marcha del IPC y un 76% cree que los precios subirán poco o nada en los próximos meses. La buena evaluación de la lucha contra la inflación es una sexta y positiva nota que añadir a los resultados del último sondeo.

*Las probabilidades de un aumento del consumo doméstico en 1997, en relación al año 1996, han mejorado. En el plano subjetivo, esa*

subida del consumo no se hará a costa del ahorro familiar. También el número de consumidores que prevén ahorrar ha aumentado. Las circunstancias que favorecían al ahorro frente al consumo no han cambiado de forma importante; pero, según muestran los datos del sondeo, los consumidores aprecian elementos en la marcha de la economía favorables para consumir más sin disminuir sus posibilidades de ahorrar. Otra conclusión también positiva.

Desde hace años, la escasez de *empleo* es el primer problema para los consumidores. La solución es difícil y *la mayoría de los entrevistados cree que no se alcanzará una situación*

GRÁFICO NÚM. 3  
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS-ISC  
(1977 - 1997)

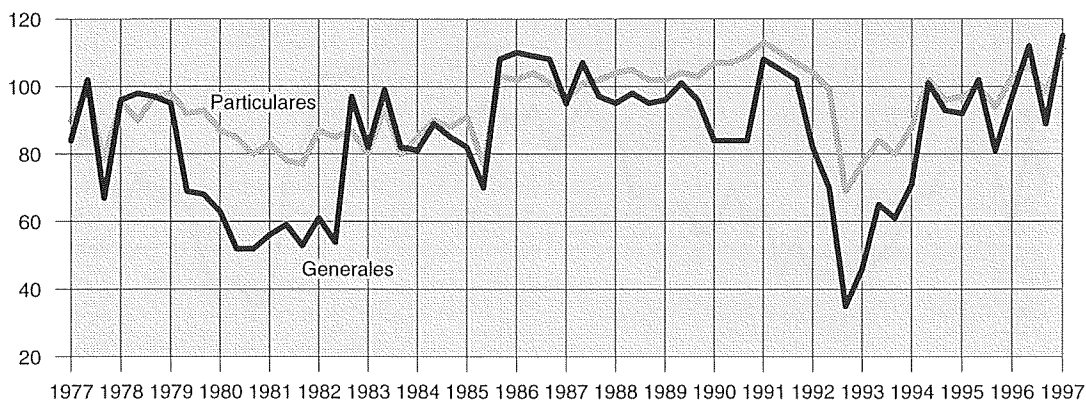
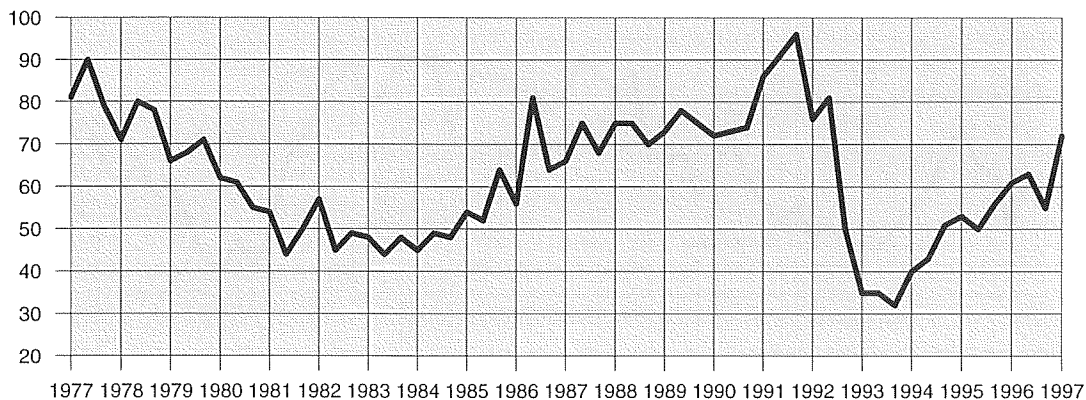


GRÁFICO NÚM. 4  
MOMENTO DE COMPRA-ISC  
(1977 - 1997)



aceptable en 1997. Ésta es la nota negativa que los sondeos vienen repitiendo. Sin embargo, en el sondeo de febrero 97, debe destacarse el importante aumento de las respuestas optimistas: 10 puntos ha aumentado el grupo de consumidores que prevé una reducción del paro en los próximos meses.

Un repaso de las conclusiones expuestas conduce a comprobar una notable mejora de la opinión económica de los consumidores españoles. *Todas las variables analizadas en la encuesta han tenido un cambio favorable durante los últimos tres meses y el ISC se*

sitúa a la altura que tenía en el período de 1986 a 1991.

### I. LOS OPTIMISTAS

Los porcentajes del cuadro núm. 2 ofrecen el tamaño de los grupos optimistas formados por los consumidores que contestan favorablemente a seis cuestiones importantes para comprobar el grado de optimismo o pesimismo sobre la economía española de las familias.

Los datos del último sondeo de febrero 97,

CUADRO NÚM. 2  
TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS

	1997		1996		1995		1994	Variación	Variación	
	Febr.	Nov.	Jun.	Febr.	Nov.	Jun.	Febr.	%	%	
							Media	Nov. 96/ Febr. 97	1994/97	
A. Situación económica del país										
1. Ha mejorado.....	23	11	16	12	10	15	12	9	35	44
2. Mejorará.....	35	24	36	20	18	31	28	27	19	13
B. Situación económica familiar										
1. Ha mejorado.....	13	9	10	10	9	9	7	10	18	13
2. Mejorará.....	24	17	21	16	14	19	18	18	17	14
C. Demanda: consumo familiar										
1. Buen momento de compra.....	17	12	15	12	12	12	11	10	17	26
2. Comprará más.....	9	7	8	9	9	7	8	8	13	6
D. El paro										
1. Disminuirá.....	26	16	37	20	10	31	16	15	28	27
E. La inflación										
1. Ha aumentado poco.....	63	56	47	44	40	31	31	47	6	15
2. Aumentará poco.....	76	65	66	65	50	56	50	61	8	11
F. Ahorro										
1. Ahorrará.....	46	39	40	41	35	40	36	40	8	7

Índice de variación:  $\frac{V_n - V_{n-1}}{V_n + V_{n-1}} \times 100$

revelan una notable mejora respecto al anterior sondeo de noviembre. *En todos los grupos ha aumentado el porcentaje de respuestas positivas.*

En un momento en que el aumento del PIB durante 1996 se sitúa, según fuentes oficiales, en un 2,2% con una progresión en el último trimestre, no resulta aventurado estimar que la economía seguirá esta tendencia en el año actual. Los consumidores así lo perciben.

Todas las preguntas que implican previsiones de la población muestran una mejora bastante importante respecto a las de noviembre 96. Esta pauta es aun más clara en las expectativas sobre la economía general y la familiar. En ambos casos, además de un avance, debe subrayarse que las respuestas positivas ("mejorará") supera a las negativas ("empeorará"). Si se compara el tamaño de los grupos con expectativas positivas (ver cuadro núm. 2) en los meses de febrero desde 1994, se comprueba un cierto estancamiento entre 1994 y 1996. Febrero de 1997 ha aportado un cambio importante. Los índices de variación(1) 27% y 21% para las expectativas positivas en el ámbito general y personal respectivamente en el período febrero 96/febrero 97, contrasta con una variación del 2% y del -3% entre febrero 94/febrero 96.

También el tamaño de los grupos que manifiestan que han tenido u observado una evolución positiva durante los últimos meses ha aumentado sensiblemente. Durante el último trimestre, el grupo que cree que la economía nacional ha mejorado tiene un índice de variación del 31%. En relación a la economía personal, la variación ha sido del 13%. Los datos de febrero 94, 95 y 96 muestran un índice de variación del 33% y del 5%. Se puede inferir de estos resultados que los consumidores, después de un lento progreso de sus opiniones positivas, han percibido algunos cambios significativos de la economía en los últimos meses.

Lograr un avance de las tasas de crecimiento del consumo privado es un objetivo importante de la actual política económica. La confianza en esa política y la percepción de una mejora de los factores en los que se apoya el consumo privado (previsión de mayores ingresos, reducción del paro, contención del aumento de los precios), constituyen la premisa para consolidar un avance del consumo privado. En relación con estos factores, las respuestas de los consumidores muestran un cambio positivo; parece lógico esperar que aumentará el tamaño de los grupos que expresan una opinión favorable hacia un aumento del consumo privado. Los datos del cuadro núm. 2 ponen de manifiesto:

1º Los consumidores que valoran positivamente el momento para comprar bienes duraderos son pocos, un 17%.

2º Las previsiones de un aumento del gasto familiar en los próximos meses son aun menores. Sólo un 9% manifiesta que comprará más en 1997.

3º Aunque el tamaño de los grupos favorables a un crecimiento del consumo sea pequeño, la variación entre el sondeo de noviembre 96 y febrero 97 es positivo.

Los índices de variación son 17% para la valoración presente y 13% para las mayores posibilidades de consumo. en 1994 y 1996, esos índices de variación fueron del 9% y 0%, respectivamente. En otras palabras, en un proceso de consumo privado contenido, el último sondeo muestra una pequeña recuperación del mismo.

Los grupos optimistas respecto a la inflación han conseguido un notable aumento en febrero 97. Una cualificada mayoría (63%) dice que los precios han subido poco durante los últimos meses y un porcentaje superior apuesta por una tasa reducida de crecimiento del

IPC. La opinión pública es muy buena respecto a los precios. Los consumidores perciben un proceso continuo de desaceleración de la inflación y el crecimiento de los grupos optimistas confirma la consolidación de esa idea. El porcentaje de variación de las expectativas de una pequeña tasa de inflación entre noviembre 96 y febrero 97 ha sido de 8%, frente a un 7% entre febrero 94 y noviembre 96.

En resumen, y tal como los porcentajes de cuadro núm. 2 nos indican, los optimistas han aumentado en todas las cuestiones planteadas. Este crecimiento ha sido relativamente intenso al comparar los índices de variación entre noviembre 96 y febrero 97, con los lentos progresos entre 1994 y 1996.

## II. LOS TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA Y SU EVOLUCIÓN

### 1. La economía nacional

Al cruzar las opiniones de los consumidores españoles sobre la evolución reciente de la economía nacional con sus previsiones para el año 1997, aparecen nueve grupos distintos de

CUADRO NÚM. 3  
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: TIPOS DE OPINIÓN

PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1997												
FEBRERO												
Expectativas para próximos meses	Mejor			Igual			Peor			Suma		
Mejorará.....	18			12			5			35		
Seguirá igual.....	5			28			11			44		
Empeorará.....	1			4			16			21		
Suma.....	24			44			32			100		
PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1996												
NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO				
Expectativas para próximos meses	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	7	12	5	24	9	13	14	36	6	8	11	25
Seguirá igual.....	3	23	14	40	4	22	14	40	4	19	23	46
Empeorará.....	1	8	27	36	2	6	16	24	2	4	23	49
Suma.....	11	43	46	100	15	41	44	100	12	31	57	100
PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
1995 MEDIA												
1994 MEDIA												
Expectativas para próximos meses	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	9	5	5	19	6	5	15	26	6	5	15	26
Seguirá igual.....	5	15	8	28	5	9	21	35	5	9	21	35
Empeorará.....	7	14	32	53	1	3	35	39	1	3	35	39
Suma.....	21	34	46	100	12	17	71	100	12	17	71	100



opinión. En el cuadro núm. 3 se recogen los resultados de los nueve posibles tipos de respuestas referidos a los sondeos de febrero 97, los tres del año 96 y los valores medios de los años 1994 y 1995.

Según la orientación del sentimiento económico de los consumidores hacia el optimismo o el pesimismo, los nueve grupos pueden reducirse a tres tipos básicos:

1º Los optimistas.

2º Quienes perciben una situación de estancamiento de la economía nacional.

3º Los pesimistas.

Las respuestas del último sondeo muestran un retroceso notable de las opiniones pesimistas sobre la economía nacional. Con el excepcional resultado de junio 96, los grupos con opiniones pesimistas superaban claramente a los optimistas. En el sondeo de febrero 97 ha cambiado el signo de este balance.

**Los optimistas.** En este grupo se integran los consumidores que manifiestan que: "en relación a los últimos doce meses la economía española ha mejorado y en los próximos meses mejorará más". Éste es el grupo radicalmente optimista. Su tamaño es de un 18% en febrero 97, con un aumento muy importante de 11 puntos respecto al anterior sondeo.

Entre los optimistas se encuentran también las respuestas de quienes creen que "la situación en febrero 97 es la misma que la de los meses anteriores; pero mejorará próximamente". El tamaño de este grupo es de un 12%, igual al de noviembre 96.

El tercer grupo está formado por quienes creen que "la economía nacional ha mejorado en los últimos 12 meses y seguirá igual en los próximos meses". Su tamaño es de un 5% avanzando dos puntos en relación a noviembre 96.

Por último, se encuentran los consumidores con una opinión difícil de clasificar. Las respuestas de este grupo expresan la idea de que: "la economía nacional ha empeorado en los últimos 12 meses, su experiencia es mala, pero mejorará en el próximo año". Estas opiniones, a pesar de su dudosa interpretación, se clasifi-

can como positivas y en febrero representa a un 5%. En noviembre 96 el tamaño de este grupo era el mismo.

En el sondeo de febrero 97, los cuatro grupos calificados como optimistas representan un 40% de los consumidores. En el cuadro núm. 4 aparece la evolución de los distintos tipos de opinión desde febrero de 1993. Los optimistas han aumentado 13 puntos respecto al sondeo del trimestre anterior. Si la comparación se retrotrae a febrero 93, el aumento (27 puntos) es considerable.

**Economía estancada.** Las respuestas de los consumidores comprendidas en este grupo expresan una idea de estancamiento de la economía española. Para estos individuos "la situación económica en febrero 97, era igual a la de hacía un año y en los próximos 12 meses seguirá igual". El tamaño de este grupo es de un 28%, ha aumentado poco entre los dos últimos sondeos.

**Los pesimistas.** Este tipo de opiniones de los consumidores españoles alcanza un 32%. Uno de cada tres españoles tiene todavía una opinión pesimista respecto a la marcha de la economía nacional en febrero de 1997. Este resultado debe matizarse con su distribución entre los diferentes tipos de pesimistas, que implican mayor o menor gravedad o firmeza de las opiniones.

El grupo radicalmente pesimista está formado por quienes creen que "la situación económica nacional ha empeorado durante los últimos 12 meses y lo seguirá haciendo en los próximos". Un 16% de la población se encuentra en este grupo, que se ha reducido de forma significativa. En relación al sondeo de dos años antes, este tipo de opiniones ha retrocedido en 34 puntos.

El retroceso interanual de este grupo es un dato interesante porque muestra un retroceso del pesimismo radical mantenido en el momento más depresivo del ciclo del sentimiento económico por un importante 61% de los españoles que, en febrero 93, creía que la economía nacional estaba inmersa en un proceso de continuo empeoramiento. La mejora de la valoración de aquel año respecto a la de febrero 97, muestra una caída del pesimismo radical entre la población. Por primera vez el optimismo radical (18%) supera al pesimismo radical (16%).

CUADRO NÚM. 4  
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

Tipos	1997		1996		1995			1994		1993	
	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Febr.	
Optimistas.....	40	27	40	29	15	24	32	32	34	22	13
Estancados.....	28	23	22	19	15	16	13	14	9	5	6
Pesimistas.....	32	50	38	52	70	60	55	54	57	73	81
Suma.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

CUADRO NÚM. 5  
EVOLUCIÓN DE LOS GRUPOS EXTREMOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

Tipos	1997		1996		1995			1994		1993	
	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Febr.	
La economía ha empeorado y empeorará más.....	16	27	16	23	37	26	33	32	30	46	61
La economía ha mejorado y mejorará más.....	18	7	9	6	6	11	9	10	7	3	3

El segundo grupo está integrado por los consumidores que opinan que "la situación económica se ha deteriorado en los últimos 12 meses y seguirá igual en el próximo año". Su tamaño es de un 11% de la población, 3 puntos inferior al del anterior sondeo.

Sólo un 4% cree que "la economía nacional no ha cambiado en los últimos 12 meses; pero empeorará en el futuro" y apenas un uno por cien dice que "ha mejorado; pero empeorará". Las diferencias de estos dos grupos con su correspondiente tamaño en el sondeo de febrero 97 señalan que el elemento positivo en las expectativas siguen mejorando desde el anterior sondeo: "la economía general ha empeorado o está estancada; pero en ambos casos mejorará".

En febrero de 1997, un 32% es la proporción de pesimistas sobre la evolución de la economía nacional frente a un 40% de optimistas (ver cuadro núm. 4). La diferencia de 8 puntos a favor del optimismo muestra un cambio en la valoración global de la economía que hacen los consumidores.

Los datos del cuadro núm. 3 admiten otra lectura. Un 35% de la población opina que la economía nacional mejorará en los doce meses próximos, frente a un 24% que preveía una evolución favorable en noviembre 96. Por tanto, las expectativas sobre la economía muestran una mejora notable. El grupo que prevé un estancamiento (44%) también ha ganado 4 puntos. Estos porcentajes señalan una mejora significativa de las expectativas ganadas en un año. En noviembre 96 el tamaño del grupo con

unas previsiones malas de la economía era 36% y ha bajado un 21% en febrero 97.

Por el contrario, en relación con las experiencias recientes, los últimos resultados no son tan buenos. Un 32% de la población cree que la economía nacional ha empeorado. Esta experiencia desfavorable es algo bastante inferior a la de noviembre 96, 14 puntos de diferencia. Las respuestas que expresan una situación de estancamiento apenas varían. El porcentaje de individuos con experiencia positiva, 24%, es 13 puntos superior al porcentaje del anterior sondeo.

En el cuadro núm. 5 aparecen los porcentajes de población incluidos en los dos grupos radicalmente optimistas y pesimistas desde 1993. La caída del segundo de ellos es muy interesante. En cuatro años se ha pasado del 61% al 16%.

Los más pesimistas iniciaron un retroceso desde ese año 93. Entre febrero 93 y febrero 97 se produce una caída de 34 puntos del pesimismo radical. El índice de variación entre 1993 y 1996 fue 39%, en los últimos tres meses el 25%.

El porcentaje de las opiniones radicalmente optimistas es 18%. Los pequeños aumentos desde noviembre 93 han dado paso a un crecimiento de 11 puntos, es decir, un índice de variación del 72%.

Los tres grupos que expresan el sentimiento económico de la mayoría de los consumidores (62%) eran los siguientes en febrero de 1997:

CUADRO NÚM. 6  
LA ECONOMÍA FAMILIAR: TIPOS DE OPINIÓN

Expectativas para próximos meses	PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR															
	1997				1996											
	FEBRERO				NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO			
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	8	11	5	24	4	8	5	17	4	10	7	21	4	8	5	17
Seguirá igual.....	4	50	10	64	4	48	11	63	5	49	11	65	5	49	14	68
Empeorará.....	-	5	7	12	1	6	13	20	-	5	9	14	1	4	10	15
Suma.....	12	66	22	100	9	62	29	100	9	64	27	100	10	61	29	100
	PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR															
	1995															
	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO							
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	4	5	-	9	5	8	6	19	4	9	6	19				
Seguirá igual.....	7	41	7	55	4	45	13	62	3	46	11	60				
Empeorará.....	5	15	16	36	-	7	12	19	1	5	15	21				
Suma.....	16	61	23	100	9	60	31	100	8	60	32	100				
	PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR															
	1994															
	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO							
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	5	9	6	20	5	8	8	21	4	8	7	19				
Seguirá igual.....	5	38	13	56	5	40	15	60	4	32	14	50				
Empeorará.....	-	7	17	24	1	4	14	19	1	9	21	31				
Suma.....	10	54	36	100	11	52	37	100	9	49	42	100				

1. Estancamiento de la economía nacional o sigue igual: 28%

2. La economía va de mejor a mejor: 18%

3. Pesimistas radicales: "la economía va de mal a peor": 16%

## 2. La economía familiar

Si se cruzan las respuestas que aluden a la experiencia sobre la marcha de la economía personal con sus previsiones para el año 1997, se puede establecer una tipología de las familias españolas con los nueve tipos recogidos en el cuadro núm. 6. Como en el caso de la economía nacional, los nueve grupos se pueden reducir a los tres tipos de opinión siguientes: 1) Los optimistas; 2) Los que perciben un estancamiento de su situación económica; 3) Los pesimistas (cuadro núm. 6)

**Los optimistas.** En este tipo se incluyen las familias que han percibido "una mejora de su situación económica durante los últimos 12 meses y esperan que mejore todavía más en los próximos meses". Estas opiniones pueden

calificarse de radicalmente optimistas. El tamaño del grupo es muy pequeño (8%). En los sondeos anteriores, desde 1994, este grupo ha variado muy poco, pero en el último sondeo ha tenido un aumento considerable: índice de variación 33%.

Las familias que creen que "su situación en febrero 97 es la misma que doce meses antes; pero mejorará en los próximos meses" es el segundo grupo. La participación del mismo en la población española es de un 11%. Ha aumentado tres puntos respecto al sondeo de noviembre 96.

Otro grupo (4%) cree que "su economía mejoró en el último año y seguirá en la situación actual durante el próximo". Su tamaño es igual al de tres meses antes.

Un cuarto grupo (5%) cree que su economía ha empeorado, pero mejorará durante 1997.

El porcentaje de consumidores optimistas distribuidos en los cuatro grupos citados, es de un 28%, con un aumento de 7 puntos respecto al sondeo de noviembre 96.

CUADRO NÚM. 7  
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR

Tipos	1997		1996		1995			1994		1993	
	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Febr.
Optimistas.....	28	21	26	22	16	23	22	25	26	23	17
Estancados.....	50	48	49	49	41	45	46	38	40	32	36
Pesimistas.....	22	31	25	29	43	32	32	37	34	45	47
Suma.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

CUADRO NÚM. 8  
EVOLUCIÓN DE LOS GRUPOS EXTREMOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR

Tipos	1997		1996		1995			1994		1993	
	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Nov.	Jun.	Feb.	Febr.
La economía ha empeorado y empeorará más.....	7	13	9	10	16	12	15	17	19	21	25
La economía ha mejorado y mejorará más.....	8	4	4	4	4	5	4	5	4	4	4

**Estancamiento.** La mitad de la población (50%) manifiesta que su situación económica no ha cambiado y, además, prevé que seguirá igual en los próximos doce meses. El resultado del último sondeo muestra una pequeña ganancia de 2 puntos respecto al valor del sondeo de noviembre 96.

**Los Pesimistas.** En este tipo de opiniones se encuentran:

1. El grupo radicalmente pesimista, un 7% de los consumidores, dice que "su situación económica ha empeorado en los últimos 12 meses y se deteriorará más en los próximos". Al comparar con los datos de noviembre 96 se observa un retroceso de 6 puntos. El tamaño de este grupo radicalmente pesimista ha ido reduciéndose lentamente desde noviembre 93. En febrero 97, los consumidores radicalmente pesimistas son menos de la cuarta parte que tres años antes.

2. El segundo grupo cree que "su economía personal ha empeorado durante los 12 meses anteriores y seguirá igual en los próximos". Un 10% es el tamaño de este grupo, sólo un punto menos que en el sondeo anterior.

3. El tercer grupo (5%) dice que "su situación en febrero 97 era aproximadamente igual a la de 12 meses antes; pero teme que empeore". El tamaño de este grupo disminuye en un punto respecto al sondeo de noviembre de 1996.

4. Y, por último, quienes creen que su situación económica mejoró durante los últimos doce meses pero empeorará, no tiene apenas representación.

La suma de los pesimistas es un 22%. Un porcentaje inferior a los optimistas en 6 puntos. La situación de estos grupos muestra un cambio importante y positivo respecto al sondeo de noviembre de 1996. En el cuadro núm. 7 se aprecia el retroceso de los pesimistas desde un 47% en el sondeo de febrero 93 al 22% del último sondeo; simultáneamente, los optimistas han aumentado del 17% al 28%. La evolución de signo contrario de los optimistas y pesimistas ha llevado a un balance de signo opuesto al que ha prevalecido en los últimos años.

En el cuadro núm. 8 se muestra la evolución de los porcentajes de los grupos radicalmente optimistas y pesimistas. De forma similar a la opinión sobre la economía nacional, el grupo más pesimista fue retrocediendo de forma ininterrumpida desde febrero de 1993 hasta noviembre de 1996. En febrero de 1997 vuelve a retroceder este grupo. El progreso del optimismo radical familiar se ha manifestado exclusivamente entre noviembre 96 y febrero 97. En el período 1993-1996, el porcentaje prácticamente se mantuvo constante.

Los tres grupos más representativos en la encuesta de febrero 97, 71% del total, fueron:

1. Quienes formulan una situación familiar de estabilización económica. No hay, ni prevén cambios significativos: 50%

2. Quienes creen que su situación no ha cambiado, pero esperan mejorar: 11%

3. Los que tienen una mala experiencia reciente y no esperan cambios: 10%

Respecto a su experiencia económica reciente, la mayoría de los españoles (66%) cree que en los últimos meses su situación no ha cambiado. Otro importante porcentaje (22%) dice que su balance personal ha sido negativo durante los últimos meses. Un 12% ha observado una mejora económica.

Respecto a la distribución de las expectativas el grupo más amplio (64%) no espera cambios inmediatos en su nivel económico familiar; un 24% prevé mejorar, frente a un 12% que dice lo contrario. Respecto al anterior sondeo de noviembre 96, las diferencias son significativas. Han bajado 8 puntos las previsiones desfavorables durante el último trimestre. El retro-

ceso de las previsiones negativas a favor de quienes creen que su economía seguirá igual e, incluso, mejorará es un dato positivo.

### III. SENTIMIENTO ECONÓMICO Y RENTA FAMILIAR

En el cuadro núm. 9 aparecen los datos del ISC distribuidos según los ingresos de los consumidores: rentas bajas (20%), rentas medias (60%) y altas (20%) de la población.

En febrero 97, los ISC de los tres estratos de ingresos han avanzado respecto al anterior sondeo de noviembre 96. El ISC del estrato de

CUADRO NÚM. 9  
ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR Y RENTA FAMILIAR

COMPONENTES DEL ISC Situación económica del país	AÑO 1997			AÑO 1996			AÑO 1995					
	FEBRERO			NOVIEMBRE			JUNIO			FEBRERO		
	Rentas			Rentas			Rentas			Rentas		
	Bajas	Medias	Altas	Bajas	Medias	Altas	Bajas	Medias	Altas	Bajas	Medias	Altas
Presente/pasado .....	75	87	98	57	61	74	66	72	79	62	53	64
Futuro/presente .....	97	115	120	77	84	98	97	109	120	89	93	111
Situación económica familiar												
Presente/pasado .....	63	91	100	57	75	94	69	77	93	62	76	96
Futuro/presente .....	98	106	121	87	92	109	93	105	109	86	101	113
Momento de Compra .....	56	71	79	47	52	64	65	63	66	55	59	66
Índice del sentimiento del consumidor (ISC) .....	78	94	104	65	73	88	78	85	93	71	76	90
Presente/pasado .....	-40	46	51	53	59	63	41	47	53	41	47	53
Futuro/presente .....	-73	78	85	90	98	113	70	90	106	70	90	106
Situación económica familiar												
Presente/pasado .....	59	71	86	63	74	93	57	72	85	57	72	85
Futuro/presente .....	84	88	103	87	99	111	71	95	111	71	95	111
Momento de Compra .....	48	54	64	49	47	60	44	48	70	44	48	70
Índice del sentimiento del consumidor (ISC) .....	61	67	78	68	75	88	60	70	85	60	70	85

Nota: Los valores corresponden a la formulación del ISC y sus componentes, versión de EE.UU.

rentas bajas ha aumentado 13 puntos y 21 y 16 puntos los estratos de rentas medias y altas respectivamente.

Sin embargo, en relación a febrero 95, el progreso del sentimiento de los consumidores es, también y para cada uno de los tres grupos, general. Los consumidores con rentas altas mejoran en 19 puntos; menores avances, 24 y 18 puntos respectivamente, fueron los aumentos de los índices de las rentas medias y bajas. Durante el período de recuperación de la confianza de los consumidores (1995-1997) el índice de rentas medias mejoró algo más que el de los otros dos grupos, pero las diferencias no son significativas.

El ISC del grupo con rentas más bajas (78), es el peor de los tres y el más alto (104) corresponde al de rentas más altas. En la experiencia reciente sobre la marcha de la economía personal, se manifiesta la mayor diferencia a favor de las rentas altas.

#### IV. LOS PROBLEMAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

##### 1. Paro

Para los españoles, la mala marcha de la economía a partir del año 1992, se percibía básicamente como una escasez de empleo. El desmantelamiento de muchas grandes empresas del sector industrial, expulsó del mercado laboral a buen número de trabajadores, dejándoles pocas posibilidades de lograr un empleo similar al que tenían. La llamada "reconversión industrial" y el aumento de la productividad de las empresas para competir en una economía más abierta se ha basado, sobre todo, en esa reducción de los empleos. En el sector industrial, el aumento de la competitividad es equivalente a sustitución del factor trabajo por nuevas tecnologías ahorradoras del mismo. Este proceso ha afectado a buen número de españoles entre 45 y 60 años, con pocas posibilidades de pasar al sector de los servicios con empleos estables y condiciones económicas parecidas a las que tenían durante esos años.

La economía nacional ha ganado en eficacia y racionalidad, pero la opinión de los expulsados de la "fortaleza del empleo", sin más

horizonte que la jubilación anticipada, es difícil que abandone su pesimismo.

El paro incide con fuerza sobre otro amplio colectivo: los jóvenes, incluyendo los que buscan su primer empleo, cerca del 40% están en paro. Un reciente estudio de Amando de Miguel añade una nota pesimista a ese porcentaje: "... para los jóvenes no se establece una relación clara entre nivel de estudios y paro... más que el nivel de estudios, lo que explica el paro es la clase social". Dicho de otra forma, las posibilidades de empleo de los jóvenes se basan más en un mundo de relaciones familiares que en sus calificaciones académicas. Para un acercamiento cultural de las clases sociales, el acceso indiscriminado de los jóvenes a los estudios superiores era un objetivo deseable, pero no ha tenido un reflejo en el empleo. Incluso parece que los universitarios de clase baja ostentan un mayor porcentaje de paro que los jóvenes de su misma clase y estudios profesionales y, posiblemente, con menores aspiraciones. De este modo, se ha producido el efecto "perverso" de amplias promociones de jóvenes licenciados en paro o buscando empleos de menor cualificación. Hay un divorcio entre la preparación de los jóvenes y las exigencias laborales.

Cuando combinamos los problemas de empleo de los trabajadores entre 35 y 60 años, provenientes de las reconversiones sucesivas con la de los jóvenes, se comprueba un mercado desfasado, tanto por la mayor

CUADRO NÚM. 10  
EXPECTATIVAS DE PARO Y RENTA FAMILIAR

	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994				
Noviembre.....	54	56	55	50
Junio .....	26	34	25	17
Febrero .....	31	37	33	22
Año 1995				
Noviembre.....	31	42	32	22
Junio .....	9	18	9	6
Febrero .....	36	48	38	34
Año 1996				
Noviembre.....	26	33	30	20
Junio .....	18	20	20	14
Febrero .....	7	21	9	2
Año 1997				
Febrero .....	11	13	11	13

Nota: Índice de expectativas de paro según la formulación de la UE.

demanda de empleo, como por la falta de adecuación de unos y otros a los empleos. Estas características responden a una situación estructural y los cambios temporales son pequeños en relación a la magnitud del problema.

Los resultados de la encuesta recogen unas expectativas pesimistas. Un 40% espera un crecimiento del paro en los próximos meses, frente a un 26% que prevé un retroceso. Un 34% cree que el número de parados apenas variará. Estos datos son malos; sin embargo, el sondeo de febrero 97 ofrece una nota positiva: el porcentaje de consumidores que prevé una reducción del paro aumenta 10 puntos respecto a noviembre 96. El panorama del mercado laboral es malo; pero ha mejorado. En el cuadro

CUADRO NÚM. 11  
INFLACIÓN Y RENTA FAMILIAR

	EXPERIENCIA			
	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994				
Noviembre.....	29	37	29	20
Junio.....	22	27	22	15
Febrero.....	27	37	28	22
Año 1995				
Noviembre.....	30	31	31	28
Junio.....	42	49	43	38
Febrero.....	43	48	45	35
Año 1996				
Noviembre.....	20	26	22	13
Junio.....	30	44	33	24
Febrero.....	29	36	31	20
Año 1997				
Febrero.....	12	21	14	8
	EXPECTATIVAS			
	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994				
Noviembre.....	19	31	18	14
Junio.....	5	8	7	3
Febrero.....	9	14	9	6
Año 1995				
Noviembre.....	19	20	20	20
Junio.....	19	22	21	20
Febrero.....	24	35	25	15
Año 1996				
Noviembre.....	12	18	13	9
Junio.....	8	17	11	6
Febrero.....	8	10	11	2
Año 1997				
Febrero.....	0	4	0	-3

Nota: Las cifras del cuadro corresponden a la formulación de los índices seguida por la UE.

núm. 10 se recoge la evolución de estas expectativas desde el año 1994. Los valores medios del último sondeo son los mejores. Además, entre noviembre 96 y febrero 97 los índices parciales de las tres clases sociales muestran un cambio positivo. Para los individuos de ingresos bajos, el último índice es el mejor desde 1994. El resultado del sondeo es, por tanto, relativamente favorable. Sin olvidar una profunda preocupación basada en el dominio de las expectativas negativas.

Las seis Comunidades Autónomas de mayor población se ordenan de peores a mejores expectativas de empleo del siguiente modo: País Vasco, Andalucía, Cataluña, Galicia, Madrid y Valencia.

CUADRO NÚM. 12  
CONSUMO DOMÉSTICO Y RENTA FAMILIAR

	VALORACIÓN DEL MOMENTO DE COMPRA			
	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994				
Noviembre.....	-49	-56	-52	-35
Junio.....	-57	-68	-57	-55
Febrero.....	-50	-57	-61	-59
Año 1995				
Noviembre.....	-47	-57	-49	-38
Junio.....	-50	-51	-53	-41
Febrero.....	-48	-59	-52	-29
Año 1996				
Noviembre.....	-45	-53	-48	-36
Junio.....	-36	-35	-37	-36
Febrero.....	-35	-40	-37	-32
Año 1997				
Febrero.....	-28	-44	-29	-21
	INTENCIÓN DE COMPRA			
	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994				
Noviembre.....	-37	-50	-36	-22
Junio.....	-43	-61	-44	-35
Febrero.....	-40	-49	-39	-31
Año 1995				
Noviembre.....	-37	-54	-40	-30
Junio.....	-39	-59	-40	-24
Febrero.....	-37	-59	-38	-22
Año 1996				
Noviembre.....	-31	-51	-34	-21
Junio.....	-32	-54	-35	-19
Febrero.....	-30	-45	-35	-16
Año 1997				
Febrero.....	-24	-36	-28	-15

Nota: Las cifras del cuadro corresponden a la formulación de los índices seguida por la UE.

## 2. La inflación

Los datos de la encuesta sobre la evolución de los precios son muy buenos en febrero 97. Un 63% de los consumidores aprecian un lento aumento y un porcentaje aun más alto (76%) prevé una baja tasa de incremento del IPC durante los próximos meses.

En el cuadro núm. 11 se observa una lenta tendencia de la opinión pública a mejorar, tanto en su experiencia reciente como en sus expectativas entre 1994 y 1997. En el sondeo de febrero 97 se aviva este progreso de la opinión de los consumidores. La contención de los precios es un problema importante para el gobierno que no puede bajar su guardia; pero para el público ha dejado de ser un problema destacado, como lo es el paro. Los precios aumentarán a un ritmo "razonable" es la opinión generalizada, basada en una experiencia reciente muy buena.

Se comprueba (ver cuadro núm. 11) una clara relación entre los ingresos y la opinión sobre precios. Los consumidores con ingresos bajos son relativamente los más pesimistas. Al contrario, los individuos con mayores ingresos son más optimistas. Las diferencias entre los tres grupos (ingresos altos, medios y bajos) se mantienen en todos los sondeos; también se comprueba la misma tendencia favorable. El nivel de ingresos influye en la opinión sobre los precios, no en la evolución sobre su tendencia.

Existe un amplio consenso que las tasas de inflación de los últimos meses han sido mejores que en el pasado y continuarán así.

## 3. Consumo y ahorro

La recuperación paulatina del consumo privado es una meta deseable para consolidar un mayor dinamismo a la actividad económica durante 1997. Las actitudes de los consumidores será, por tanto, una de las incógnitas clave para estimar la posibilidad de que se cumplan las previsiones oficiales de crecimiento.

Las cifras estadísticas de variación interanual del consumo privado muestran un lento avance del mismo. Desde una tasa negativa (-2,2%) en 1993, el consumo ha progresado a un 0,9% en 1994, 1,5% en 1995 y se alcanza un 2% en el tercer trimestre de 1996. La tendencia ha sido positiva. Para el año 1997, los resultados del sondeo son relativamente optimistas. El índice que mide la valoración del momento de compra (la situación del consumo presente) ha mejorado en 7 puntos en un año y la intención de compra en 6 puntos. Ambos índices son los más altos desde 1994. Además, el avance de la valoración del público se manifiesta en las tres clases sociales. Las previsiones de los consumidores con ingresos bajos, medios y altos son mejores que las del otoño último. Una sombra en estos resultados es la experiencia del grupo de rentas bajas. Su índi-

CUADRO NÚM. 13  
AHORRO Y SITUACIÓN DEL HOGAR POR INGRESOS

	MEDIA		BAJOS		MEDIOS		ALTOS	
	Expectativas	Situación hogar	Expectativas	Situación hogar	Expectativas	Situación hogar	Expectativas	Situación hogar
Año 1994								
Noviembre .....	-28	8	-59	-8	-29	8	-12	17
Junio .....	-19	9	-38	-7	-20	-7	-6	24
Febrero .....	-23	10	-53	-5	-25	7	1	23
Año 1995								
Noviembre .....	-28	9	-61	-10	-33	6	-5	22
Junio .....	-23	9	-51	-3	-26	7	-8	19
Febrero .....	-30	8	-66	-7	-37	7	-2	16
Año 1996								
Noviembre .....	-26	11	-63	-10	-33	8	-3	24
Junio .....	-21	11	-51	-5	-31	6	-5	21
Febrero .....	-20	12	-53	-2	-27	8	4	22
Año 1997								
Noviembre .....	-12	15	-58	-5	-18	10	11	26

Nota: Las cifras del cuadro responden a la formulación de los índices seguida por la UE.



CUADRO NÚM. 14  
PAÍSES CON UN ICC

EVOLUCIÓN DE SU ICC ENTRE 1993/96	PEOR	IGUAL	MEJOR
Positivo	Dinamarca Italia Bélgica España Grecia	Portugal	Holanda Irlanda Finlandia Reino Unido
Negativo	Francia		

Nota: No se dispone de datos de Suecia y Austria.

ce (-44) es inferior a los de los sondeos de febrero y junio y superior al anterior de noviembre 96.

Pese a esta evolución positiva, las respuestas muestran un panorama del consumo privado bastante pesimista. La mejora manifestada en el reciente sondeo parte de una opinión de los consumidores muy negativa, y este pesimismo se mantiene, aunque retroceda.

El cuadro núm. 13 muestra los índices sobre la situación económica de las familias en el momento de realizar el trabajo de campo y sus previsiones de ahorro. No se pretende una respuesta sobre cuánto dinero se ahorrará; sencillamente se pretende recabar información sobre el porcentaje de ahorradores. En febrero 97 el porcentaje (46%) de consumidores que esperan ahorrar se aproxima a la mitad de la población. El índice medio que mide estas expectativas (-12) es el más alto desde 1994. Las diferencias de un pronóstico positivo entre los individuos de altos y de bajos ingresos son muy importantes en la serie y en febrero 97 se confirman. También hay discrepancias en las previsiones de gastos debidas a los ingresos; pero mucho más pequeñas. Este dato parece bastante obvio, la renta es una variable básica para tener capacidad de ahorro, por ello, en el grupo de rentas bajas sólo un 17% espera ahorrar frente a un 61% en el de ingresos altos. No es notorio que los índices de expectativas de ahorradores sean las mejores en los consu-

midores de rentas altas y medias y las de los individuos de ingresos bajos no han logrado mejorar significativamente.

La pregunta sobre la situación del hogar de los entrevistados en febrero 97, ofrece unos resultados parecidos.

El valor medio del índice muestra un progreso respecto a los del año 1996. Los individuos con ingresos altos y medios han percibido un avance respecto a la situación de los últimos años. En febrero, son más los consumidores con ingresos altos y medios que han logrado ahorrar, y menos, los que gastan por encima de sus ingresos. Sin embargo, la situación de los individuos con rentas bajas no ha progresado.

Las respuestas a las preguntas sobre consumo y ahorro se resumen con brevedad: lenta recuperación del consumo de todas las familias, con una diferencia para los hogares con ingresos bajos, no aumenta su proporción de ahorradores. Sí crece el porcentaje de ahorradores con rentas medias y altas.

## V. COMPARACIÓN CON EL ICC DE LA UE

La evolución de la confianza de los consumidores españoles apenas difiere de la de los consumidores de la U.E.: Índice de confianza (ICC); valor medio 1993: -25; valor medio 1996: -17.

Con la excepción de Francia, el ICC de los demás países ha seguido una tendencia positiva. El ICC de España en noviembre (-18) era ligeramente peor que el valor medio. Al no disponer de la información correspondiente al mes de febrero 97 de la UE, la comparación se establece al finalizar el año 96. La marcha económica de Finlandia, Irlanda, Países Bajos, Dinamarca y Reino Unido, ha sido la percibida más favorablemente por sus ciudadanos. España, con un ICC peor que la media europea en 1993, muestra un índice mejor en febrero 97.

## EL PROCESO DE DESEQUILIBRIO Y AJUSTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DENTRO Y FUERA DE LA MONEDA ÚNICA

José Luis Feito  
Embajador de España ante la OCDE

### INTRODUCCIÓN

Al adentrarnos en el ejercicio de referencia para determinar el cumplimiento de las condiciones de Maastricht, y habiendo aumentado considerablemente la probabilidad de que España satisfaga dichas condiciones, arrecian los temores y las críticas de muchos empresarios y economistas españoles a la participación de nuestro país en el primer grupo de países europeos que adoptarán la moneda única en el inminente final del milenio(1). El proyecto de Unión Monetaria supone una transformación de gran envergadura del régimen monetario de las sociedades europeas y por tanto se debe dar la bienvenida a cualquier oportunidad de debate que permita mejorar nuestra comprensión del funcionamiento que tendría nuestra economía dentro de la moneda única. Debemos intentar entender lo mejor posible lo que puede aportar o restar la adopción de la moneda única respecto a la situación actual.

Las advertencias que lanzan aquellos economistas sobre los riesgos que puedo correr nuestra economía dentro de la moneda única si no se realizan una serie de reformas son ciertamente dignas de consideración. Soy de los que piensan que la adopción de la moneda única alterará la conducta inflacionista de los agentes públicos y privados y hará políticamente viables una serie de reformas imprescindibles para garantizar la estabilidad macroeconómica y propulsar nuestro bienestar material; de hecho, el firme compromiso de cumplir las condiciones necesarias para adoptar dicha moneda lo antes posible está produciendo ya cambios sensibles en la estructura de las expectativas tanto de los agentes del sector privado como del sector público. Pero admito que algunas reformas esenciales podrían no llevar-

se a cabo, en cuyo caso cabría concebir una situación en la que padeceríamos los problemas que delatan estos economistas. Discrepo, sin embargo, de los razonamientos y conclusiones de estos economistas cuando afirman, tácita o explícitamente, que si dichas reformas no se realizan estaríamos mejor fuera de la moneda única porque tendríamos entonces la posibilidad de devaluar la peseta y, según ellos, reduciríamos así el riesgo de sufrir una intensa recesión e impediríamos, en todo caso, que el ajuste se concentrará en la caída del nivel de empleo. A mi juicio, estas opiniones son erróneas y descansan en una visión equivocada del proceso de desequilibrio y ajuste que se produciría bajo el régimen de tipos de cambio potencialmente flexibles que existiría fuera del euro. No pienso que la vida dentro del régimen de tipos de cambio irrevocablemente fijos de la moneda única sea fácil, ni mucho menos que cuando adoptemos dicha moneda nuestros problemas económicos desaparecerán como por ensalmo.

Sí creo, sin embargo, que si la ausencia de reformas se conjuga con esas circunstancias económicas que, como los mencionados autores señalan correctamente, harían dura nuestra vida dentro de la moneda única, lo pasaríamos igual de mal o peor si siguiéramos contando con la peseta y la posibilidad de devaluar.

En las líneas siguientes intento justificar estas proposiciones analizando el tipo de proceso de desequilibrio y ajuste que normalmente atravesaría nuestra economía en uno u otro régimen cambiario, siguiendo los razonamientos que esgrimen habitualmente quienes recelan de la moneda única. En el primer apartado se examina el funcionamiento de este proceso dentro y fuera de la moneda única prestando

especial atención al comportamiento de los tipos de interés y los tipos de cambio nominales y reales. En el segundo apartado se consideran los determinantes del comportamiento del empleo durante el proceso de desequilibrio y ajuste de la economía. Finalmente, se extraen las conclusiones más importantes de lo tratado a lo largo del artículo.

## **1. CICLO ECONÓMICO, TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO NOMINALES Y REALES DENTRO Y FUERA DE LA MONEDA ÚNICA,**

La mayoría de los planteamientos críticos a la moneda única comparan el mundo que surgiría si adoptáramos el euro, sin hacer las reformas estructurales necesarias para impedir que nuestra inflación o el crecimiento de nuestros costes laborales por unidad de producto superen sistemática y sensiblemente las cifras correspondientes en Alemania, con el mundo que existiría si se preservara la posibilidad de variar el tipo de cambio nominal de la peseta, suponiendo igualmente que tampoco se realizan dichas reformas. En lo que sigue llamaré al primero el mundo del euro y al segundo el mundo de la peseta.

### **Desequilibrio y ajuste en el mundo del euro**

El funcionamiento del mundo del euro, el mundo de la desaparición de la peseta y la adopción de la moneda única sin hacer reformas, tal y como lo conciben los críticos de la Unión Monetaria, se puede resumir como sigue. Los empresarios y asalariados españoles fijaban año tras año crecimientos de nuestros precios o de nuestros costes laborales por unidad de producto en euros sensiblemente por encima de los que se registrarían en los otros países que han adoptado la moneda única hasta que se acumule una pérdida de competitividad tan abultada que se ocasiona una recesión. En este mundo del euro no es posible devaluar, de forma que sólo se puede recuperar competitividad si los costes laborales por unidad de producto en España crecen menos que en los restantes países con moneda común. Si los salarios o las cargas sociales no se desaceleran suficientemente, el mecanismo de ajuste consistirá en una caída de la creación de empleo por unidad de producto, esto es, un aumento de la productividad laboral que compense el excesivo crecimiento de los costes

laborales nominales. En el epígrafe siguiente se analiza con mayor detalle este mecanismo de ajuste. Para los propósitos de este apartado baste señalar que, dentro del mundo del euro, se produciría una crisis de competitividad por la sucesiva acumulación de diferencias anuales entre el mayor crecimiento de la inflación o de los costes laborales en España y el menor crecimiento de una y otra variable en Alemania.

Estoy en desacuerdo con la hipótesis implícita en este razonamiento según la cual los políticos, empresarios y asalariados españoles tendrían el mismo comportamiento dentro que fuera de la moneda única. Se ha de recordar que, dentro de la moneda única, las pérdidas de competitividad asociadas con crecimientos de los precios o de los costes laborales unitarios sensiblemente superiores a los de los demás países serán mucho más visibles, porque todos los países fijarán precios y salarios en euros, y más angustiosas, porque todos los agentes sociales sabrán que ya no será posible devaluar. Además, con una política monetaria común, el crecimiento de precios en España y Alemania tenderá a ser similar, si bien podría haber diferencias notables durante los primeros años del euro; por similar, en este contexto, debe entenderse que las diferencias entre la inflación alemana y la española no serían más acusadas que las que pueda haber hoy entre las diversas regiones españolas, en algunas de las cuales la inflación podría ser inferior a la de algunas regiones alemanas. En todo caso, estoy dispuesto a admitir que la probabilidad de que tal hipótesis descrita anteriormente se verifique es superior a cero y, si ello ocurre, entonces la representación anterior del mundo del euro sería correcta. Se podrían cuestionar algunos aspectos del razonamiento pero, en lo esencial, no es en el análisis del mundo del euro donde marran los críticos a la Unión Monetaria sino en su análisis del mundo de la peseta.

### **Desequilibrio y ajuste en el mundo de la peseta**

¿Qué ocurriría si no se hacen reformas y seguimos funcionando dentro del mundo de la peseta donde se mantiene la posibilidad de variar nuestro tipo de cambio nominal y por tanto de devaluar nuestra divisa frente a la de nuestros competidores? Según los críticos de la moneda única, se produciría una crisis de competitividad idéntica a la que acontecería en

el mundo del euro, por el mayor crecimiento de nuestros precios y costes laborales unitarios. Según ellos, pues, todo sería exactamente igual hasta la llegada de la recesión. Entonces, a diferencia de lo que ocurriría en el mundo del euro, se depreciaría intensamente la peseta. Esta devaluación nominal se convertiría en buena parte en una devaluación real, esto es, el porcentaje de devaluación nominal no sería compensado por un aumento de la diferencia entre nuestra inflación y la de nuestros socios comerciales. La devaluación además, según estos autores, reduciría los salarios reales y aceleraría el crecimiento de la demanda exterior, facilitando así una salida de la crisis más rápida y por ende menos costosa en términos de pérdida de producción y empleo que la que tendría lugar en el mundo del euro.

En mi opinión, este mundo de la peseta tiene serios defectos de construcción que lo hacen poco creíble y que, una vez subsanados, eliminan sus ilusorias ventajas sobre el mundo del euro. El primer supuesto inaceptable es que el tipo de cambio de la peseta sólo se movería para depreciarse intensamente cuando se agudizara la recesión; el segundo, que se abordará en el epígrafe siguiente, es la relación postulada entre tipos de cambio, salarios y empleo. En cuanto al primero de estos supuestos, se ha de tener en cuenta que cuando se deja abierta la puerta de la variación cambiaria se generan dos tipos de fenómenos. Por un lado, el tipo de cambio puede registrar depreciaciones nominales y reales superiores a las que se producirían con tipos de cambio fijos, pero también superiores apreciaciones; aparece, en todo caso, una nueva variable que desempeña una función esencial en el movimiento del sistema económico: la expectativa de variación cambiaria. Por otro lado, el diferencial entre el tipo de interés de nuestro país y el del área del euro puede ser mucho más elevado y variar más intensamente que si estuviéramos dentro de la moneda única. Recordemos que una característica común de los dos mundos considerados es que no se realiza reforma estructural importante alguna, de forma que nuestros precios y salarios crecerían excesivamente en ambos casos. Si estamos fuera de la moneda única, esto nos obligaría a instrumentar una política monetaria más restrictiva que la que estuvieran llevando a cabo los países del euro.

En presencia de la excesiva rigidez a la baja de los costes laborales nominales propi-

ciada por nuestro mercado de trabajo, este endurecimiento de la política monetaria induciría una subida considerable de nuestros tipos de interés nominales y reales situándolos durante un periodo dilatado significativamente por encima de los niveles vigentes en el área del euro. Esta ampliación del diferencial de tipos de interés, inherente al mundo de la peseta, provocaría una apreciación del tipo de cambio real de la peseta adicional a la que se produciría en el mundo del euro. Así pues, en el mundo de la peseta, durante el periodo que transcurre hasta la llegada de la recesión, los tipos de interés reales y la pérdida de competitividad serían mayores que en el mundo del euro. El comportamiento de los tipos de interés reales y del tipo de cambio real de la peseta durante la segunda mitad de la década de los ochenta, periodo en el cual se llevó a cabo una decidida política monetaria antiinflacionista bajo un régimen de tipos de cambio potencialmente flexibles, suministra una ilustración histórica del razonamiento anterior. Otra evidencia empírica sería la intensa apreciación del tipo de cambio nominal y real del franco suizo a lo largo de los últimos años, así como la fuerte apreciación nominal y real de la libra desde mediados de 1996 hasta la actualidad(2).

Quizá convenga demorarse en la explicación del mecanismo por el cual se perdería más competitividad, se apreciaría más el tipo de cambio real, en el mundo de la peseta que en el mundo del euro. Además de ampliar el recorrido del diferencial de tipos de interés, la posibilidad de variar el tipo de cambio introduce un elemento relativamente espurio de rentabilidad y de coste, un elemento de naturaleza puramente financiera y completamente dominado por la dinámica propia de estos mercados: la propia expectativa de variación cambiaria. Esto es, los activos denominados en pesetas con un tipo de interés o de beneficio determinado ofrecerán a los inversores extranjeros una rentabilidad potencial o menor que la que indican dichos rendimientos según se espere una apreciación o una depreciación de nuestra moneda frente al euro y otras divisas. De la misma manera, el endeudamiento (la inversión) en divisas de los residentes será más o menos costoso (rentable) que lo que indique el tipo de interés de esas monedas según se espere una depreciación o apreciación de la peseta. Así, en el mundo de la peseta, una política monetaria encaminada a corregir la diferencia entre nuestra inflación y la de los países del euro

ampliaría el diferencial de tipos de interés y provocaría inicialmente una expectativa de apreciación del tipo de cambio de la peseta induciendo intensas entradas de capital. Entre estas entradas de capital se incluirían, evidentemente, el endeudamiento en los mercados crediticios exteriores, cuyos tipos de interés serían inferiores a los nuestros, por parte de las empresas y familias residentes. La entrada de capital sólo se frenará si el tipo de cambio nominal de la peseta se aprecia lo suficiente como para invertir las expectativas de variación cambiaria, pasando de la esperada apreciación a una expectativa de depreciación que compense el diferencial del tipo de interés favorable a los activos denominados en pesetas. La apreciación de la peseta reducirá el crecimiento de precios en el sector de bienes comerciables, pero los salarios y el precio de los bienes no comerciables pueden seguir aumentando a un ritmo excesivo si existen imperfecciones en el mercado de trabajo o si se está expandiendo el gasto público. La inflación, así, se resiste a caer y se alimenta una intensa apreciación del tipo de cambio real.

Las autoridades económicas pueden tolerar la apreciación del tipo de cambio nominal de la peseta o limitarla, interviniendo en el mercado de divisas y acumulando reservas exteriores. Lo que no podrán en ningún caso, sin embargo, es impedir una apreciación del tipo de cambio real más intensa que la que tendría lugar bajo tipos de cambio irrevocablemente fijos. Si se interviene masivamente para evitar la apreciación del tipo de cambio nominal, los aumentos de liquidez procedentes de la compra de divisas tenderán a acelerar el crecimiento de los precios. Si se intenta esterilizar este aumento de la liquidez ocasionado por los aumentos de reservas exteriores con una restricción del crédito interno, deberían subir aún más los tipos de interés o en todo caso mantenerlos elevados, lo que acentuaría las expectativas de apreciación y las entradas de capital. El mercado descubriría rápidamente este dilema, que en todo caso se pondría de manifiesto con la sucesiva publicación de las cifras de reservas oficiales, y habría una intensa especulación unidireccional a favor de la peseta ya que el tipo de cambio nominal sólo podría permanecer constante o apreciarse mientras que el tipo de interés de los activos denominados en pesetas sería superior al vigente en nuestros socios comerciales. Si se impide la apreciación del tipo de cambio nominal que solicita el mercado

y consiguientemente se mantiene la expectativa de apreciación, las empresas residentes recurrirán intensamente al endeudamiento exterior a menores tipos de interés y los extranjeros inflarán el precio de los activos denominados en pesetas, mermando la eficacia antiinflacionista de la política monetaria y extendiendo el periodo de crecimiento del diferencial de inflación. Así pues, cuando los tipos de cambio pueden variar y existen una serie de imperfecciones en el sector público y en los mercados de trabajo y de productos, como se supone que existirían tanto en el mundo del euro como en este mundo de la peseta, la reducción de la inflación es un proceso lento y pasa por una intensa apreciación del tipo de cambio real. Si se bloquea la apreciación del tipo de cambio nominal, se bloquea simultáneamente la política monetaria antiinflacionista y se tardará más en reducir el diferencial de inflación, de forma que antes o después se acumula una pérdida de competitividad similar a la que se tendría si se permite la apreciación del tipo de cambio nominal.

Evidentemente, la combinación de altos tipos de interés reales y alto tipo de cambio real junto con la persistencia de las imperfecciones en el mercado de trabajo terminarían provocando un acusado debilitamiento económico que reduciría las tensiones inflacionistas y los tipos de interés, invirtiendo las expectativas cambiarias y alterando el signo de los movimientos de capital. Se ocasionaría así, finalmente, la depreciación nominal y real del tipo de cambio contemplada en la construcción del mundo de la peseta. La depreciación nominal puede inducir una depreciación real más o menos intensa que la pérdida de competitividad acumulada durante el periodo de instrumentación de la política antiinflacionista, resultado éste que guardará proporción con la magnitud del paro ocasionado por dicha política de desinflación. Lo importante es percatarse que la apreciación real, la pérdida de competitividad, sería más abultada en el mundo de la peseta que en el mundo del euro, ya sea porque se ha tolerado la apreciación del tipo de cambio nominal o porque el diferencial acumulado de inflación ha sido mayor en el primero de estos dos mundos. Igualmente importante para valorar las peculiaridades del proceso de desequilibrio y recuperación en uno y otro régimen es constatar que los tipos de interés reales en el mundo de la peseta serán sistemáticamente mayores que en el mundo del euro. Lo serán

por definición mientras la inflación sea mayor y se instrumenta una política monetaria más restrictiva que la de los otros países. Cuando llegue la recesión también los tipos de interés en el mundo de la peseta serán mayores que en el mundo del euro porque su nivel, en el primero de estos mundos, incorporará una prima de riesgo que exigirán residentes y extranjeros para protegerse frente a las propensiones depreciatorias de la peseta. Precisamente esta desaparición del riesgo cambiario es uno de los principales motores que propulsan la convergencia de tipo de interés entre los países que, según la percepción de los mercados, pueden fijar irrevocablemente su tipo de cambio para adoptar una moneda única.

Lo anterior significa que aun cuando la devaluación nos permitiera recuperar toda la competitividad perdida durante el proceso de apreciación, el precio que hay que pagar por la flexibilidad cambiaria es un mayor nivel de los tipos de interés nominales y reales que los países que adopten la moneda única. Una de las falacias más frecuentes en la que incurrir los críticos a la Unión Monetaria, sobre todo los críticos norteamericanos que recomiendan quedarse fuera a los países con mayor paro, es pensar que los países europeos que tienen un desempleo más elevado, pero que son también los que tienen la inflación más elevada, puedan tener simultáneamente tipos de cambio devaluándose significativamente y tipos de interés reales menores que los países que han fijado irrevocablemente el tipo de cambio. Uno de los substratos keynesianos más frágiles de los artículos de divulgación de estos economistas, que subyace en la teoría de las áreas monetarias óptimas en que apoyan sus razonamientos, es el supuesto de que los países con mayor paro serán también los países que tienen menor inflación, justo lo contrario de lo que ocurre en la realidad europea. El otro punto débil de la versión norteamericana, que se examina con más detalle en el apartado siguiente, es su concentración en los efectos de la devaluación cambiaria sobre la rigidez de los salarios reales en la fase descendente del ciclo, olvidando que la combinación de flexibilidad cambiaria y rigidez salarial originará una sobreapreciación del tipo de cambio real en la etapa ascendente del ciclo.

En suma, en el mundo de la peseta, cuando llega la recesión se puede devaluar el tipo de cambio, pero una parte de esta devaluación

sólo servirá para compensar una sobrevaloración que no se hubiera producido en el régimen del euro. En el mejor de los casos, la devaluación del tipo de cambio real puede ser suficientemente intensa como para compensar con creces cualquier sobrevaloración que se hubiera podido producir anteriormente. Esto, sin embargo, significará habitualmente que los tipos de cambio reales y, sobre todo, los tipos de interés reales han sido extraordinariamente elevados y que la recesión ha sido muy intensa. Por otro lado, habría que comparar este proceso de recuperación que se iniciaría dentro del mundo de la peseta (con una mayor depreciación real y mayores tipos de interés reales) con el que se produciría dentro del mundo del euro (menor depreciación real pero menores tipos de interés reales). A priori, no hay razones para suponer que la recuperación sería más intensa en el mundo de la peseta sino simplemente más sesgada hacia la demanda exterior, esto es, no habría necesariamente un mayor crecimiento de la demanda agregada sino una diferente composición, mayor impulso exterior, menor impulso interior, de dicha demanda. Lo normal quizá sería sufrir una recesión más intensa en el mundo de la peseta, debido al mayor nivel de los tipos de interés reales y del tipo de cambio real durante el periodo anterior a la crisis, y una recuperación también más intensa porque aunque los tipos de interés reales sean siempre superiores a los del mundo del euro, su caída durante la crisis será mayor en el mundo de la peseta(3).

## 2. SALARIOS Y EMPLEO DENTRO Y FUERA DE LA MONEDA ÚNICA

Una característica común al mundo del euro y al de la peseta es la supuesta existencia de una serie de comportamientos institucionales menos eficientes que los prevalecientes en el universo de países que adoptan la moneda única y que, para simplificar, llamamos Alemania. Como se verá a continuación, son estas imperfecciones estructurales, presentes tanto en el mundo de la peseta como en el del euro según suponen los críticos de la moneda única, la causa de que la economía española pueda padecer una intensa caída de la producción y del empleo en la fase descendente del ciclo económico, una caída mayor que las de otras economías europeas, sea cual sea el régimen cambiario. Por esta razón, como por otra parte se colige del epígrafe anterior y espero clarifi-

car en las líneas siguientes, la posibilidad de variar el tipo de cambio no influye perceptiblemente en la evolución del volumen de producción y el nivel de empleo.

### Salarios y empleo en el mundo del euro

Como se ha señalado anteriormente, en el mundo del euro la crisis se ocasionaría porque año tras año nuestros costes laborales unitarios crecerían acusadamente por encima de los de Alemania. Supongamos que cuando se pone en marcha el euro el crecimiento de la productividad y de la economía es similar en España y Alemania. Esto significaría que ante la política monetaria del área del euro, encaminada a situar la inflación por debajo de determinado nivel, el crecimiento de los costes laborales nominales en España es sensiblemente mayor y más rígido a la baja que el crecimiento de dichos costes en Alemania. Los empresarios españoles del sector de bienes comerciables no podrán convertir este exceso de crecimiento de sus costes laborales en un exceso de crecimiento de sus precios e intentarán reducir la utilización de empleo por unidad de producto a fin de aumentar la productividad y compensar así los mayores costes laborales. En las empresas del sector de bienes comerciables donde esto no sea posible se registrará antes o después una caída de su rentabilidad y tenderán a disminuir su actividad o a salir del mercado. Todos estos movimientos entrañan una desaceleración de la demanda de trabajo y abren así una vía de presiones a la baja sobre el crecimiento del componente salarial de los costes laborales. Si en el sector de bienes no comerciables el crecimiento excesivo de los costes laborales se ha traducido en un crecimiento de los precios correspondientes más rápido que el registrado en Alemania, la inflación española será superior a la alemana, lo que alimentaría la mayor rigidez a la baja del crecimiento salarial español con respecto al alemán. En algunos segmentos del sector de bienes no comerciables se podrían desplegar presiones a la baja sobre los ritmos de aumento de precios por el desplazamiento de recursos productivos provenientes del sector de bienes comerciables. La presión a la baja más importante sobre el crecimiento de costes y precios en este sector, sin embargo, procederá de la desaceleración de la demanda de estos bienes y servicios no comerciables provocada por la caída de la demanda de trabajo del con-

junto de la economía y el consiguiente aumento del paro. Estas presiones, antes o después, ralentizarían el ritmo de avance de los precios de los bienes no comerciables y harían imposible mantener simultáneamente el ritmo de crecimiento salarial y el nivel de empleo en este sector, por lo que se registraría una caída de la demanda de trabajo por parte de este sector. En unos casos dicha desaceleración será el resultado de reajustes de plantillas y en otros de la quiebra y desaparición de empresas, habitualmente las más intensivas en trabajo, que se verían sorprendidas por la caída de la demanda de sus productos, esto es, por la creciente dificultad de poder seguir vendiendo la misma cantidad que antes a un precio cada vez mayor. La desaceleración y ulterior caída de la demanda de trabajo y el aumento del paro resultantes terminan frenando el ritmo de aumento de los salarios y de los precios de los bienes no comerciables, incrementando la productividad del conjunto de la economía, reduciendo la inflación y recobrando así la competitividad perdida.

Es importante enfatizar que el desempleo que se genera durante este proceso de ajuste del ritmo de crecimiento de los costes laborales hacia la senda que marcan los aumentos de precios y salarios en los países centrales de la Unión Monetaria es directamente proporcional a la rigidez del mercado de trabajo. Si, en relación con la situación de otros países europeos, en nuestro país existen costes más altos de despido y una estructura de subsidios de desempleo que alientan un crecimiento mayor de las demandas salariales o que frenan su desaceleración; si existen mecanismos de negociación colectiva más ineficientes, que imponen los crecimientos salariales acordados en grandes empresas, relativamente poco intensivas en la utilización del factor trabajo (empresas habitualmente ubicadas en el sector de bienes comerciables) a múltiples pequeñas y medianas empresas en las que el crecimiento de la productividad no permite pagar esos aumentos salariales sin notables incrementos de precios; si, en suma, el marco laboral solidifica la estructura salarial e impone una inercia salarial insensible a las cambiantes condiciones de los diversos sectores y empresas de la economía, entonces el desempleo será el mecanismo de ajuste ante la pérdida de competitividad y, de hecho, ante casi cualquier otra perturbación económica.

## Salarios y empleo en el mundo de la peseta

Exactamente igual que ocurría en el mundo del euro, en el mundo de la peseta se gesta una crisis más severa que la de los países de nuestro entorno por la mayor rigidez a la baja del crecimiento de los costes laborales y de la inflación en España que en Alemania. En presencia de esta rigidez, el proceso de desinflación en un régimen como el del mundo de la peseta, con tipos de cambio flexibles y libertad de movimiento de capital, es largo y costoso en términos de pérdida de producción y empleo. Para empezar, como se ha señalado en el epígrafe anterior, la posibilidad de variaciones sustanciales del tipo de cambio y de los tipos de interés atrae intensas entradas de capital que erosionan la potencia de la política monetaria y dificultan el control de la inflación. Amplias categorías de prestatarios nacionales pueden esquivar por algún tiempo la disciplina de los altos tipos de interés inducidos por la política monetaria activa endeudándose en las divisas con menores tipos de interés por periodos en los que se espera el mantenimiento o la apreciación del tipo de cambio de la peseta; igualmente, continúan entrando capitales especulativos para beneficiarse del diferencial de tipos de interés en esos periodos en los que no se espera la debilitación del tipo de cambio de la peseta. Evidentemente, la situación se complicaría aún más si la política fiscal no acompañara a la política monetaria en la reducción del exceso de demanda agregada. Si el ritmo de crecimiento de los salarios nominales se doblegara ante las señales incorporadas en la subida de tipos de interés y en la apreciación del tipo de cambio, la política monetaria sería eficaz para reducir la inflación en un plazo relativamente corto y sin ralentizar sustancialmente el ritmo de crecimiento económico y de creación de empleo. Sin embargo, cuando la estructura laboral es rígida, la instrumentación de una política monetaria restrictiva bajo un régimen de flexibilidad cambiaria y libertad de movimientos de capital suele aumentar inicialmente el crecimiento salarial y acentuar el exceso de gasto agregado, obligando a endurecer cada vez más la política monetaria y sembrando el potencial de una caída cada vez mayor del ritmo de crecimiento de la producción y del empleo. Estos impulsos expansivos sobre el comportamiento salarial provienen de la intensa entrada de capitales especulativos que aparecen en el estadio inicial de la política antiinflacionista, cuando el tipo de cambio no se ha

apreciado aún todo lo que espera el mercado (o cuando no se espera aún que se deprecie sustancialmente) y el crecimiento económico todavía no se ha resentido de la subida de tipos de interés.

La evolución del empleo durante las etapas de expansión, recesión y recuperación estará regulada por el ritmo de crecimiento económico a lo largo de dichas etapas y por el comportamiento de los salarios reales. Los movimientos del tipo de cambio influirán sobre la evolución del empleo sólo en la medida que incidan sobre el crecimiento económico o sobre los salarios reales. Como se ha expuesto en las líneas anteriores, el crecimiento económico en el mundo de la peseta no tiene por qué ser superior al crecimiento en el mundo del euro; en particular, el crecimiento económico promedio de las etapas de crisis y recuperación, que son las que se analizan en este artículo, debería ser muy similar en uno y otro régimen cambiario. Queda, pues, por considerar la cuestión de la incidencia de la variación cambiaria en el comportamiento de los salarios reales.

Según una añeja idea keynesiana, cuya relevancia actual estriba en que estaba detrás de las primeras formulaciones de la teoría de las áreas monetarias óptimas que se han desenterrado recientemente para criticar el proyecto de moneda única, los trabajadores no aceptarían una caída de sus salarios reales provocada por una política monetaria expansiva, pero albergarían una especial ilusión monetaria para aceptar dicha caída si la merma de su poder adquisitivo fuera inducida por una devaluación. Además de sustentarse en el supuesto de ilusión monetaria (los trabajadores no demandarían mayores aumentos salariales ante un aumento de la inflación propiciado por el aumento de los precios de los bienes comerciables) estos modelos contemplan un mundo de tipos de cambio fijos pero ajustables, donde el ajuste cambiario se hace discrecionalmente, de una vez por todas, desde uno a otro nivel en el que se instalaría establemente; o bien, un mundo de tipos de cambio flexibles donde el tipo de cambio se mueve sólo en el momento adecuado y en la dirección deseada. Si descartamos, por inverosímiles, ambos supuestos, nos encontramos en primer lugar con que la rigidez salarial induce una intensa apreciación del tipo de cambio real en respuesta a una política antiinflacionista. En segundo lugar, con que lo único que rompe la rigidez a la baja del creci-



miento de los salarios nominales y del salario real, y lo que verdaderamente origina la depreciación del tipo de cambio real, es la recesión y el aumento del paro. En efecto, es la recesión y el aumento del paro, ocasionados por los obstáculos que las imperfecciones del mercado de trabajo interponen a la reducción de la inflación, lo que presiona a la baja los tipos de interés reales, los salarios reales y el tipo de cambio real. El aumento del paro es, en última instancia, lo que quiebra la resistencia a la baja del salario real y del crecimiento de los salarios nominales y permite que la depreciación del tipo de cambio nominal se convierta en una depreciación del tipo de cambio real. La flexibilidad cambiaria, pues, no impide el paro. Es el paro, al igual que ocurría en el mundo del euro, el instrumento de ajuste que permite recobrar la competitividad perdida. Ciertamente, la recesión en el mundo de la peseta provocará una depreciación del tipo de cambio real que no estaría presente en el mundo del euro. Pero como hemos razonado en los epígrafes anteriores, esta ayuda simplemente compensa, en el mejor de los casos, los costes que los mayores niveles de los tipos de interés reales y del tipo de cambio real produjeron durante la etapa expansiva y la crisis en el mundo de la peseta. Cuando se dice, sobre todo por los citados economistas norteamericanos, que con rigidez a la baja de los salarios reales es preferible un régimen de tipos de cambio flexibles se olvida la intensa apreciación del tipo de cambio real que la mencionada rigidez provocará durante las etapas expansivas del ciclo. Una ilustración histórica de este fenómeno sería la intensa apreciación de las divisas europeas frente al dólar y el aumento sustancial de paro europeo durante el proceso de desinflación de comienzos de los noventa, movimientos éstos ocasionados por la mayor rigidez a la baja de los salarios reales en Europa que en Estados Unidos. Otra constatación histórica de los razonamientos anteriores se puede ver en los diferentes efectos de las depreciaciones nominales de la peseta sobre el tipo de cambio real en los años setenta y a comienzos de los noventa. Mientras que las primeras no consiguieron devaluar el tipo de cambio real, las segundas ocasionaron sustanciales ganancias de competitividad. Una posible explicación se encontraría en los diferentes niveles alcanzados por la tasa de paro en uno y otro periodo (siendo dicha tasa a comienzos de las depreciaciones de los noventa alrededor de un 50% superior al nivel alcanzado durante las depreciaciones de los setenta).

En el mundo de la peseta, en resumen, la recuperación de la competitividad y el proceso de ajuste hacia la senda de inflación de nuestros principales socios comerciales descansan en aumentos del paro, exactamente igual que ocurría en el mundo del euro. En uno y otro mundo las distorsiones de la maquinaria del mercado de trabajo impiden que el crecimiento de los precios del factor variable de producción y de los bienes y servicios flexiones a la baja y dirigen toda la presión del ajuste sobre el nivel de empleo.

### 3. CONCLUSIONES

La idea principal que se destila a lo largo de este artículo es la consideraba neutralidad del régimen cambiario en la evolución del volumen de producción y el nivel de empleo de la economía en el medio plazo, digamos en el transcurso de las etapas de crisis y recuperación del ciclo económico. La transformación del régimen cambiario que entrañaría pasar de los actuales tipos de cambio potencialmente flexibles a los tipos de cambio irrevocablemente fijos de la moneda única, podría tener efectos positivos sobre nuestro crecimiento económico y nuestro nivel de empleo a largo plazo si contribuye a reducir las rigideces de nuestra economía. Esto es, si la adopción de la moneda única añade más disciplina al proceso de determinación de precios y salarios, así como el comportamiento presupuestario, el cambio de régimen cambiario tendrá efectos positivos y duraderos sobre la renta y el empleo. Efectos éstos indirectos, en el sentido de que se derivan de la influencia del cambio de régimen sobre los hábitos de comportamiento de los agentes económicos. Si no tienen lugar estos efectos indirectos, si no se hacen las reformas económicas que puedan armonizar las imperfecciones de algunas de nuestras instituciones económicas con las de los países de nuestro entorno, entonces la transformación del régimen cambiario no impedirá que se produzcan crisis de crecimiento económico y aumentos del paro como ocurrió a comienzos de los años noventa, pero en ningún caso serán estos episodios más graves dentro de la moneda única que fuera de ella.

La hipótesis de neutralidad anterior no implica, como a veces sostienen equivocadamente los críticos de la entrada de España en la moneda única, negar que las devaluaciones

del tipo de cambio nominal se pueden convertir en devaluaciones del tipo de cambio real. También es un error, que igualmente se comete con frecuencia por dichos críticos de la desaparición de la peseta, homologar la citada hipótesis de la neutralidad del régimen cambiario respecto a la evolución de la producción y el empleo a medio plazo con la idea de que el tipo de cambio real es irrelevante. Precisamente una de las causas por las que el crecimiento económico y el nivel de empleo serían similares fuera y dentro de la moneda única es por el comportamiento del tipo de cambio real, que se apreciaría más intensamente durante la etapa inflacionista o expansiva del ciclo (y se depreciaría también más intensamente durante la etapa recesiva) fuera que dentro de la moneda única. La otra causa que explica la similitud de la evolución de la renta y el empleo bajo uno y otro régimen cambiario reside en el comportamiento de los tipos de interés reales, que tenderán a ser sistemáticamente mayores fuera que dentro de la moneda única, mermando cualquier ganancia que pueda aportar la devaluación del tipo de cambio nominal y real.

Cuando se abre la puerta de la variación cambiaria, se abren simultáneamente las puertas de variaciones de los tipos de interés, que se pueden situar en niveles muy por encima de los que regirían en el mundo de la moneda única, y la puerta de la expectativa de variación del tipo de cambio. Las fuerzas que salen por estas puertas se combinan entre sí haciendo del tipo de cambio un fenómeno financiero, con la volatilidad y vida propia que suelen tener estos fenómenos y su alejamiento, por periodos más o menos dilatados, de los fundamentos de la economía. Estas divergencias son tanto más importantes y duraderas cuanto mayor es la rigidez a la baja de los costes laborales reales.

Si bien es verdad que si entramos en la moneda única y no se reforma adecuadamente el mercado de trabajo, la corrección de los desequilibrios monetarios (inflación mayor que la alemana o déficit de la balanza de pagos insostenibles) recaerá sobre el nivel de empleo, es igualmente cierto que fuera de la moneda única la caída del empleo será también el principal mecanismo de ajuste de dichos desequilibrios. En otras palabras, el dispositivo que fuerza los ajustes del sistema económico mediante caídas del empleo y aumentos del paro reside en las distorsiones de la maquinaria del

mercado de trabajo y no en el régimen cambiario. Las distorsiones que hacen excesivamente rígido a la baja el crecimiento de los costes laborales nominales y dificultan su acercamiento al ritmo de avance de la inflación en los países de nuestro entorno, y que al mismo tiempo limitan el ajuste de los salarios reales al exceso de oferta del mercado de trabajo, son la verdadera causa de que la competitividad y la estabilidad de precios se restauren mediante aumentos del paro. Ante estas imperfecciones del mercado de trabajo, la depreciación del tipo de cambio, suponiendo que se pudiera realzar por decreto, no reduciría los salarios reales, como tampoco los reduciría una política monetaria-expansiva, y por tanto la variación cambiaria no impediría el aumento del desempleo. La causalidad entre tipos de cambio, salarios reales y recesión discurre por otros canales. La rigidez a la baja de los salarios reales hace que cualquier política antiinflacionista dentro de un régimen de tipos de cambio flexibles con plena libertad de movimientos de capital genere intensas y persistentes subidas de los tipos de interés y de los tipos de cambio reales que antes o después llevarán a la recesión. La recesión y el intenso aumento del paro, ocasionado por las rigideces mencionadas, es lo que termina provocando la caída de los salarios reales y genera la depreciación nominal y real del tipo de cambio. En resumen, la posibilidad de variar el tipo de cambio no impide el aumento sustancial del paro en la fase descendente del ciclo económico. Únicamente cuando el paro ha alcanzado niveles suficientemente elevados como para frenar el exceso de crecimiento de los salarios nominales y reducir los salarios reales, la depreciación del tipo de cambio nominal se transformará en una depreciación del tipo de cambio real.

En suma, en el mundo europeo actual de plena libertad e intensos movimientos de capital y mercados de trabajo con serias distorsiones, las metáforas del tipo de cambio como un recurso de última instancia, cuando todo lo demás ha fallado, o como un fusible que se activa para frenar los daños de perturbaciones imprevistas al sistema económico son anacrónicas y no capturan los rasgos esenciales de la realidad que pretenden sintetizar. Así, el tipo de cambio puede ser, en ocasiones, un instrumento que se mueva cuando menos lo queramos y en la dirección contraria a la que nos gustaría que se moviera. Más que un fusible, es un circuito que se puede activar inoportunamente,

con consecuencias tan peligrosas para la salud de la economía como las que se derivarían de un crecimiento de nuestros costes y salarios sistemáticamente mayores que los de Alemania estando dentro de un régimen de tipos de cambio irrevocablemente fijados. El régimen cambiario, sea cual sea, no permite ni corregir ni paliar las deficiencias del funcionamiento de la economía originadas por las imperfecciones del mercado de trabajo.

#### NOTAS

(1) Entre otras opiniones más y menos recientes que manifiestan estos temores véase, por ejemplo, Miguel Boyer (*Wall Street Journal*, 9-12-96), Juan F. Martín Seco (*EL MUNDO*, 6-12-96), Pedro Schwartz (IEA, *Occasional Paper* 101, Wincott lectura, 1997), Antonio Torrero (ICE, nº 756, septiembre 1996), ó J.L. Oller (Caixa, Colecc. ESTUDIOS nº 9 dedicado a la Unión Monetaria, 1997). Estas opiniones, por otro lado, no difieren

mucho de las críticas generales al proyecto de Unión Monetaria Europea reiteradamente realizadas por prominentes economistas norteamericanos como M. Feldstein, R. Dornbusch o P. Krugman.

(2) Sobre estos episodios, véase la consideración efectuada en la nota (3) más adelante.

(3) A lo largo de este apartado se ha analizado un típico proceso de apreciación del tipo de cambio real bajo tipos de cambio flexibles y libertad de movimiento de capital, ocasionado por causas "perversas", v.g. la instrumentación de una política monetaria restrictiva para sincronizar nuestra inflación con la de nuestros socios comerciales en presencia de serias rigideces en el mercado de trabajo. El tipo de cambio real también se puede apreciar excesivamente por causas "virtuosas", v.g. por expectativas de un crecimiento económico sostenido mayor que el de nuestros socios comerciales. Ambas causas suelen coexistir. Un rasgo del régimen de tipos de cambio variables bajo libertad de movimientos de capital es que unas y otras causas pueden provocar periodos de "overshooting" y descarrilamientos del tipo de cambio real, periodos en los cuales se acumula una sobrevaloración cambiaria notablemente por encima de la que sería compatible con el crecimiento tendencial del país.



## Gráficos del Mes

---

### SUBVENCIONES DE EXPLOTACIÓN Y TRANSFERENCIAS DE CAPITAL A LAS EMPRESAS PÚBLICAS NO FINANCIERAS

---

Las subvenciones a la explotación y las transferencias de capital constituyen los indicadores habituales para cuantificar el coste de "lo público" en la actividad de las empresas públicas no financieras. La cobertura de lo que en la terminología especializada dio en llamarse "cargas impropias", y que se derivan de los costes que dichas empresas asumen por su carácter de públicas y la prosecución de objetivos extra-mercado, representa una forma directa de evaluar los recursos públicos que deben destinarse para asegurar su funcionamiento y su misma existencia.

Las subvenciones a la explotación engloban una serie de dotaciones públicas de carácter corriente que compensan la prestación por las empresas de servicios no rentables, la oferta de productos con precios administrados o los consumos de inputs cuya demanda no se corresponde con sus precios relativos. Se contraponen así los objetivos extraeconómicos que se pretenden cubrir mediante la forma de intervencionismo estatal en lo económico que supone la existencia y actuación de las empresas públicas.

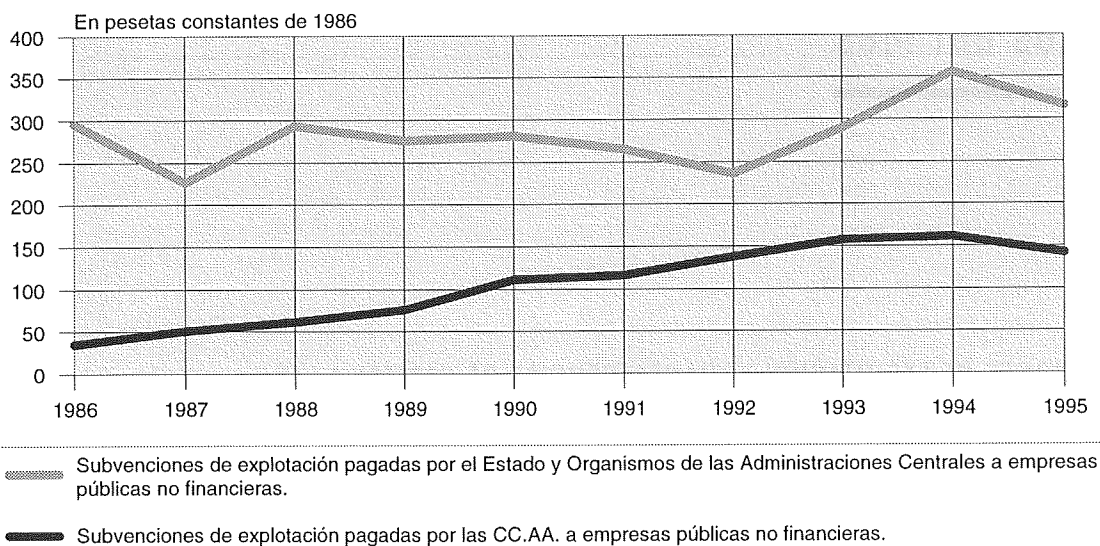
Las transferencias de capital juegan un papel similar, pero desde la perspectiva estructural del patrimonio de las empresas públicas. En este caso son de aplicación los argumentos de las sobredotaciones de capital económico que precisan las empresas públicas de sectores

que fueron, en su momento, fuertemente intensivos en capital; las estructuras financieras fuertemente endeudadas, por las insuficientes dotaciones históricas de capitales propios y la imposibilidad de constituir reservas; o bien, simple y llanamente, la apelación al accionista público para la cobertura de las pérdidas acumuladas a lo largo del tiempo.

Sin entrar ahora a juzgar la procedencia o no de esta forma de intervencionismo económico, la eficiencia de las asignaciones de recursos públicos que implica, ni la mera relación coste-beneficio de sus cuantías, el *Gráfico del Mes* pretende aproximar al lector a las cifras que han supuesto las subvenciones de explotación y las transferencias de capital a las empresas públicas no financieras españolas, desde 1986 hasta el último año del que se disponen datos, 1995.

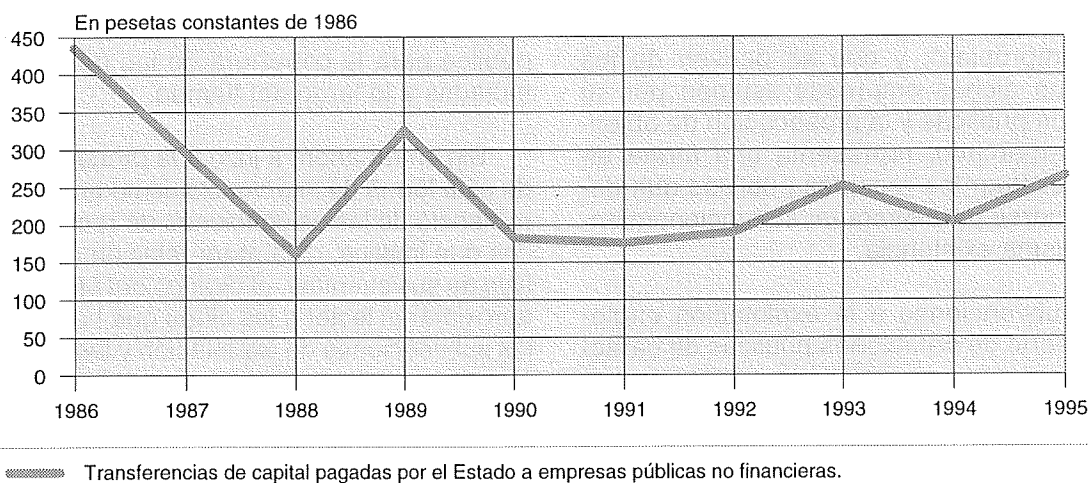
La fuente primaria para la elaboración del Gráfico la constituyen los datos de las cuentas financieras del Banco de España, cuyos Cuadros de "Subvenciones de explotación y a la importación recibidas por las unidades residentes" (Cuadro I.13.3 de las "Cuentas financieras de la economía española, 1986-1995") y de "Transferencias de capital pagadas por las administraciones públicas" (Cuadro I.13.7 de la misma publicación) se reproducen seguidamente, en todo, o en la parte estimada para la elaboración del Gráfico, respectivamente. A efectos de homogeneización de las cifras de

GRÁFICO NÚM. 1



Fuente: "Las cuentas financieras de la economía española". Banco de España.

GRÁFICO NÚM. 2



Fuente: "Las cuentas financieras de la economía española". Banco de España.

los diferentes años se han calculado, en dichos Cuadros, las magnitudes a precios constantes de 1986, utilizando como deflatores la serie de deflatores implícitos del PIB.

A partir de esas premisas, el diseño de las tres series que se visualizan en el gráfico incluyen los ítems siguientes: las subvenciones a la explotación del Estado y Organismos de la Ad-

ministración Central, el total de las subvenciones del Estado a empresas no financieras, menos las subvenciones a centros privados de enseñanza y a varios, y el total de los Organismos de la Administración Central a empresas públicas; las subvenciones de las Comunidades Autónomas, el total a empresas públicas; y las transferencias de capital del Estado, la suma de las realizadas a RENFE, INI, FORPPA,

CUADRO NÚM. 1  
 SUBVENCIONES DE EXPLOTACIÓN Y A LA IMPORTACIÓN RECIBIDAS POR LAS UNIDADES RESIDENTES  
 (En pesetas constantes de 1986. En mm)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOTAL
TOTAL .....	673	735,0	993,4	1016,4	1105,3	1263,4	1335,2	1767,7	1919,2	1825,6	12634,2
PAGADAS POR LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS .....	635	617,9	742,1	786,4	837,0	863,1	900,1	1150,3	1203,2	1070,7	8805,9
A empresas no financieras.....	609	575,3	685,8	723,6	783,0	813,5	849,4	1066,0	1133,1	1019,3	8258,1
A instituciones de crédito .....	8	3,8	1,8	8,0	1,7	1,7	8,7	15,3	14,8	-	63,8
A empresas de seguro .....	1	9,4	11,6	1,8	3,5	0,9	2,6	15,3	3,7	0,9	50,7
A familias.....	17	29,3	42,9	53,1	48,8	47,9	38,4	54,7	50,7	51,4	434,3
POR EL ESTADO .....	437	381,7	457,8	453,8	459,0	426,4	402,8	550,0	601,6	527,1	4697,2
A empresas no financieras .....	412	339,2	402,4	391,9	405,9	376,8	353,0	466,6	532,4	475,7	4155,7
RENFE.....	129	132,3	174,4	165,4	160,3	154,9	151,2	166,0	191,0	163,5	1587,8
Centros privados de enseñanza .....	56	58,6	60,8	67,2	72,3	75,7	76,0	96,0	92,3	101,0	755,9
HUNOSA.....	27	22,7	57,2	38,9	39,2	39,2	33,2	50,2	44,3	43,2	395,1
Empresas de autopistas .....	36	14,2	12,5	7,1	8,7	12,2	12,2	24,2	27,7	29,4	184,2
FEVE.....	7	3,8	3,6	4,4	9,6	6,1	5,2	7,2	9,2	12,9	69,0
Confederaciones hidrográficas .....	7	6,6	6,3	5,3	5,2	5,2	4,4	9,0	9,2	13,8	72,0
Minería de la hulla y del carbón .....	2	1,9	0,9	0,9	1,7	9,6	3,5	2,7	2,8	2,8	28,7
FORPPA .....	23	0,9	0,9	0,9	5,2	1,7	3,5	3,6	1,8	1,8	43,5
SENPA-CAT.....	10	11,3	10,7	9,7	7,8	0,9	0,9	-	-	8,3	59,6
Compañía transmediterránea .....	6	3,8	3,6	1,8	1,7	0,9	1,7	2,7	4,6	2,8	29,5
Transporte marítimo y aéreo.....	2	1,9	0,9	1,8	1,7	1,7	0,9	-	0,9	0,9	12,7
Correos y telégrafos.....	42	20,8	15,2	29,2	30,5	25,2	9,6	12,6	50,7	24,8	260,6
Instituto Nacional de Artes Escénicas y de la Música.	5	4,7	6,3	6,2	7,8	7,8	7,0	10,8	9,2	10,1	74,9
Varios .....	61	54,8	51,0	52,2	54,9	37,4	42,8	82,6	85,8	60,6	583,0
A instituciones de crédito.....	8	3,8	1,8	7,1	1,7	1,7	8,7	15,3	14,8	-	62,9
A empresas de seguro .....	-	9,4	11,6	1,8	3,5	-	2,6	14,4	3,7	-	47,0
A familias (incluidos empresarios individuales).....	17	29,3	42,9	53,1	48,8	47,9	38,4	54,7	50,7	51,4	434,3
POR LOS ORGANISMOS DE LA ADMINIST. CENTRAL.....	10	6,6	15,2	13,3	16,5	17,4	17,5	18,8	20,3	18,4	154,0
A empresas no financieras .....	9	6,6	15,2	13,3	16,5	17,4	16,6	18,8	19,4	17,4	150,3
Empresas públicas.....	1	0,9	2,7	3,5	2,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	19,7
Centros privados de enseñanza .....	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0
Varios .....	8	4,7	11,6	9,7	13,9	15,7	14,9	17,0	17,5	15,6	128,7
A empresas de seguro .....	1	0,9	-	-	-	-	0,9	0,9	0,9	0,9	5,6
POR LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS .....	135	162,5	184,2	214,1	263,0	295,8	334,7	389,4	400,4	353,5	2732,8
A empresas no financieras .....	135	162,5	184,2	214,1	263,0	295,8	334,7	389,4	400,4	353,5	2732,6
Empresas públicas.....	35	51,0	61,7	76,1	111,5	116,6	138,1	157,9	161,5	142,3	1051,7
Centros privados de enseñanza .....	87	99,2	105,5	116,8	125,4	147,9	159,9	191,1	196,5	183,7	1413,0
Varios .....	13	13,2	17,0	21,2	27,0	31,3	36,7	41,3	42,4	27,5	270,7
A instituciones de crédito.....	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0
POR LAS CORPORACIONES LOCALES.....	16	23,6	33,1	47,8	43,5	67,0	81,3	113,1	113,5	112,0	650,9
A empresas no financieras .....	16	23,6	33,1	47,8	43,5	67,0	81,3	113,1	113,5	112,0	650,9
POR LAS ADMINIST. DE SEGURIDAD SOCIAL.....	37	44,4	51,9	56,6	54,9	57,4	63,8	78,1	67,4	60,6	572,0
A empresas no financieras .....	37	44,4	51,9	56,6	54,9	57,4	63,8	78,1	67,4	60,6	572,0
PAGADAS POR EL RESTO DEL MUNDO (UE).....	38	117,1	251,2	230,0	269,1	400,2	435,2	617,3	715,1	754,8	3828,2
Subvenciones de explotación .....	38	111,5	248,6	228,2	266,5	399,3	435,2	616,4	715,1	754,8	3813,5
Subvenciones a la importación .....	-	4,7	2,7	1,8	2,6	0,9	0,9	1,8	-	-	15,3
Montantes compensatorios monetarios a la importación.	-	4,7	0,0	-	-	-	-	0,9	-	-	5,6
Montantes de adhesión .....	-	0,9	2,7	1,8	2,6	0,9	0,9	-	-	-	9,8

Fuente: "Las cuentas financieras de la economía española". Banco de España.

CUADRO NÚM. 2  
TRANSFERENCIAS DE CAPITAL PAGADAS POR LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS A LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS  
(En pesetas constantes de 1986. En mm)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOTAL
POR EL ESTADO.....	567,0	451,6	428,3	495,4	337,9	323,7	337,3	454,0	370,0	462,8	4228,0
RENFE.....	54,0	48,2	56,3	64,6	70,6	79,2	69,9	66,4	62,7	114,8	686,7
INI.....	353,0	223,9	182,3	207,9	50,5	46,1	62,0	86,1	68,3	64,3	1244,4
Regularización deuda asumida.....	254,0	170,1	28,6	179,6	50,5	46,1	47,2	86,1	68,3	64,3	994,8
Resto.....	99,0	52,9	53,6	28,3	-	-	14,9	-	-	-	248,7
Primas construcción naval.....	11,0	10,4	12,5	36,3	24,4	36,5	28,8	35,9	30,4	20,2	246,5
FORPPA.....	-	-	-	20,3	20,0	19,1	21,0	23,3	25,8	25,7	155,4
Regularización deuda asumida.....	-	-	-	18,6	18,3	18,3	18,4	18,8	19,4	19,3	131,0
Resto.....	-	-	-	1,8	1,7	0,9	3,5	5,4	6,5	6,4	26,1
ICONA.....	13,0	9,4	-	15,0	17,4	16,5	15,7	28,7	17,5	21,1	154,5
Polos de desarrollo y política económica.....	6,0	13,2	12,5	12,4	13,9	24,4	14,0	26,0	15,7	16,5	154,6
Reestructuración y reconversión de sectores.....	31,0	29,3	60,8	7,1	20,9	14,8	13,1	13,5	10,1	10,1	210,7
Correos y telégrafos.....	6,0	1,9	5,4	4,4	10,5	7,8	13,1	24,2	15,7	15,6	104,6
Instituto Español de Comercio Exterior (antes INFE).....	9,0	13,2	17,0	14,2	13,9	7,0	8,7	23,3	13,8	23,0	143,1
Patronatos de casas del personal de defensa y orden público....	7,0	6,6	5,4	5,3	5,2	2,6	6,1	-	0,0	0,0	38,2
Sociedad de Desarrollo Tecnológico Industrial.....	8,0	4,7	6,3	3,5	4,4	4,4	4,4	5,4	6,5	6,4	53,9
Varios.....	69,0	90,7	169,9	104,4	86,2	65,3	80,4	121,1	103,3	145,1	1035,4

Fuente: "Las cuentas financieras de la economía española". Banco de España.

ICONA, Correos y Telégrafos, e Instituto Español de Comercio Exterior, al objeto de equiparar en lo posible su agregado con el que se considera de cara a las subvenciones. Un agregado, por cierto, que desde 1986 a 1995, ha recibido 2,84 billones de pesetas constantes de 1986 en subvenciones a la explotación y 2,49 billones en transferencias de capital del Estado y los Organismos de la Administración Central; cifras a las que podemos añadir el billón de pesetas constantes de 1986 que han recibido las empresas públicas de las Comunidades Autónomas, en concepto de subvenciones a la explotación. Es evidente que en estos agregados ni están todas las empresas públicas que reciben recursos públicos ni éstos son sólo los que aparecen en los Cuadros de referencia, pero esos 6,4 billones de pesetas, en moneda constante de 1986, constituyen una buena cifra de partida para la reflexión.

Por lo que se refiere a las líneas de tendencia definidas por el gráfico, son de destacar los esfuerzos de racionalización del sector público empresarial de 1986 y 1987, que representan disminuciones de subvenciones y transferencias; la incidencia de la crisis económica que llega a su punto más bajo en 1993 y que exige elevar las dotaciones por ambos conceptos en dicho año; y los nuevos intentos de racionalización y modernización de 1995, en que desaparecen el INI y el INH, y se crean la AIE y la SEPI (que asume la deuda histórica del INI previa-

mente no asumida por el Estado), y que muestran una nueva caída en las subvenciones de explotación. Cabe citar, asimismo, que los puntos singulares de las subvenciones del Estado en 1992 y 1994 se corresponden con la creación de Téneo por el INI (Téneo era el INI Sociedad Anónima, en tanto que se segregaban en el INI Sociedad Estatal las empresas que precisaban ayudas públicas), la desaparición del monopolio español de petróleos, y la disminución de las subvenciones de explotación a RENFE y Correos y Telégrafos, en 1992; y con los notables incrementos de las subvenciones percibidas en 1994 por estas dos últimas entidades. El alza de 1989 en las transferencias de capital, se puede relacionar, por su parte, con la transformación del INI en sociedad estatal, con vocación, entonces, de desvincularse de los Presupuestos Generales del Estado. Como última observación, hay que referirse a la línea de continuo incremento, sólo cortado en 1995, que han seguido las Comunidades Autónomas en las subvenciones a las empresas públicas; y ello porque los intentos de racionalizar y redimensionar el sector público empresarial estatal pueden resultar baldíos si, en contrapartida, proliferan empresas públicas de ámbito local y autonómico, cuya eficiencia cabe poner en cuestión, tanto por la difícil obtención de economías de escala como por la proximidad entre los beneficiarios de los recursos públicos y los decisores de su asignación.



# Instantánea Económica

---

## EL "MAPA" DEL SECTOR EMPRESARIAL PÚBLICO ESTATAL

---

La creación de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) y la Agencia Industrial del Estado (AIE), en virtud de la Ley 5/1996, de 10 de enero, así como la de la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (SEPPa), en junio de 1996, han supuesto un cambio radical en la estructura institucional de las empresas públicas españolas de ámbito estatal(1). El "mapa" de vinculaciones entre las empresas públicas y las entidades de derecho público en las que se integran se ha trastocado, pero también se ha visto inmerso en una gran mutabilidad, debido a la actual vigencia del Plan de Privatizaciones del Gobierno, previsto en el Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, también de junio de 1996. Esta "Instantánea Económica" quiere reflejar la situación actual de ese devenir de las empresas públicas españolas, asemejándose a una instantánea fotográfica, cuyo parecido con el original puede incluso no ser demasiado, dada la complejidad de las participaciones interempresas, pero que es seguro haya cambiado cuando estas páginas estén en manos de los lectores.

El criterio de ordenación seguido se basa en sendos escalones que reflejan el grupo institucional de pertenencia, las ramas o sectores de actividad y las principales sociedades matrices o de cabecera, y las empresas participadas por dichas sociedades principales. Las cifras incluidas en el cuadro representan los porcentajes de participación pública en las sociedades de cabecera y los de éstas en las diferentes filiales y/o participadas, según corresponda.

Debe tenerse en cuenta, asimismo, que la taxonomía seguida se atiene a criterios de concisión y esquematismo, más que de naturaleza jurídica u operativa; lo que motiva que se integren en el primer escalón del cuadro un ente de derecho público con objetivos de reconversión y reestructuración industrial, como es la AIE, con una sociedad estatal tenedora de acciones de titularidad pública, como la SEPI y con otra sociedad estatal, las SEPPa, que agrupa determinadas empresas del grupo de la Dirección General del Patrimonio del Estado que han de ser objeto de privatización. De igual forma, resulta patente la diversidad de sectores de operación de las sociedades de cabecera y empresas participadas; así como los diferentes posicionamientos y situaciones empresariales de cada una de ellas, que abarcan un amplio abanico de casos que van desde las empresas eminentemente rentables y casi totalmente privatizadas, mediante salidas a Bolsa, hasta las sociedades en pérdidas e inviables desde la óptica del mercado cuyas producciones se consideran aún bajo el prisma del interés social o estratégico.

### NOTAS

(1) Nos circunscribimos, en este caso, a las sociedades con forma mercantil; y, en ellas, a las de participación del Estado, tanto mayoritaria (Sociedades Estatales) como minoritaria.

SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL		
GRUPO	RAMAS ACTIVIDAD Y SOCIEDADES DE CABECERA	EMPRESAS
SEPI	<b>AEROSPAZIAL/ELECTRÓNICA</b> Construcciones Aeronáuticas (Casa) 99,28%	Aeronáutica Industrial, S.A. (100%) Casa Aircraft-Usa Incorporated (100%) Compañía Española de Sistemas Aeronáuticos, S.A. (60%)
	Indra Sistemas 66,09%	ASDL (100%) Indra América, S.A. (99,99%) Indra DTD (100%) Indra Espacio, S.A. (51%) Indra SCA (100%) Indra SSI (63,44%)
	<b>ALUMINIO, CELULOSA Y MINERÍA</b> Grupo Potasas (100%) Potasas de Llobregat Suria K, S.A. Minas de Almagrera, S.A. 99,98%	Comercial de Potasas, S.A. (100%) Societe Generale des Sels et Potasses, S.A. (100%) Tráfico de Mercancías, S.A. (100%) Explotaciones Aroche, S.A. (99,22%)
	Grupo Inespal 99,66%	Alufrance (100%) Aluminio Español, S.A. (75,02%) Ferroperfil (100%) Inespal Conversión, S.A. (100%) Inespal Extrusión, S.A. (100%) Inespal Laminación (100%) Inespal Metal, S.A. (100%)
	E.N. de Celulosas, S.A. (Ence) 61,31%	Electroquímica del Noroeste, S.A. (100%) Encell Ltd. (100%) Eufores, S.A. (100%) Iberflorestal, Comercio y Servicios, S.A. (100%) Ibersilva, S.A. (100%) Norte Forestal, S.A. (100%)
	<b>BIENES EQUIPO, INGENIERÍA Y CONSTRUCCIÓN</b> Grupo Auxini 100%	Desarrollo de Operaciones Mineras, S.A. (100%) Mantenimiento Ayuda a la Explotación y Servicios (100%)
	Babcock Wilcox (BWE) 100%	Babcock Montajes, S.A. (100%) Grúas y utilajes, S.A. (100%) Industrias mecánicas del Noroeste, S.A. (100%)
	Equipos Nucleares, S.A. (Ensa) 100%	
	Ini Medioambiente 100%	
	Initec 100%	
	<b>ENERGÍA</b> Grupo Endesa 66,87%	Carboex, S.A. (77,21%) Central Nuclear Vandellós, II, AIE (72%) Central Térmica Litoral de Almería, AIE (66,66%) Elecbro (99,90%) Electra de Viesgo, S.A. (87,62%) E.N. Eléctrica de Córdoba, S.A. (99,99%) Encasur (99,99%) Endesa Desarrollo, S.A. (99,99%) Enher (91,38%) Erz (61,18%) Fecsa (74,9%) Gesa, Gas y Electricidad, S.A. (55,31%) Internacional Endesa B.V. (100%) Made Sistemas Eléctricos, S.A. (99,91%) Puerto de Carboneras, S.A. (66,49%) Sevillana (75,14%) Siepac, S.A. (62,5%) Unión Eléctrica de Canarias, S.A. (99,71%)
	Red Eléctrica Española (REE) 65,88%	
	E.N. del uranio, S.A. (Enusa) 60%	
	Grupo Repsol 10%	
	<b>SERVICIOS FINANCIEROS Y TECNOLÓGICOS</b> Infoinvest, S.A. 100%	Cofivacasa, S.A. (100%) E.N. para el Desarrollo de la Industria Alimentaria (100%) Ingruinsa, S.A. (100%)
	Infoleasing SAF, S.A. 100%	

SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL (Continuación)		
GRUPO	RAMAS ACTIVIDAD Y SOCIEDADES DE CABECERA	EMPRESAS
SEPI	Tecnología y Gestión de la innovación, S.A. (TGI) 100%	
	Sociedad para el desarrollo industrial de Extremadura (Sodiox) 61,20%	
	Sociedad para el desarrollo industrial de Andalucía (Sodian) 60,29%	
	Sociedad para el desarrollo industrial de Aragón, S.A. (Sodiar) 51%	
	Sociedad para el desarrollo industrial de Castilla-León S.A. (Sodical) 51%	
	<b>SERVICIOS FINANCIEROS Y TECNOLÓGICOS</b>	
	Sociedad para el desarrollo industrial de Castilla la Mancha, S.A. (Sodicaman) 51%	
	Musini (en proceso de desmutualización) 49,29%	Industrial RE, S.A. (99,03%) Interbolsa, S.A. (80%) Musini-Vida, S.A. (100%) Servifinanzas, S.A. (100%)
	<b>TRANSPORTE AÉREO</b>	Binter Canarias, S.A. (99,99%) Binter Finance, B.V. (100%) Binter Mediterráneo, S.A. (99,99%) Campos Velázquez, S.A. (99,99%) Cargosur, S.A. (100%) Compañía Auxiliar al Cargo Express, S.A. (75%) Iberia Tecnología, S.A. (100%) Iber-Swiss Catering, S.A. (70%) Sistemas Automatizados de Agencias de Viajes (99,90%) Viva, Vuelos Internacionales de Vacaciones, S.A. (99,47%)
	Iberia 99,98%	
Aviación y Comercio, S.A. (Aviaco) 99,94%		
AIE	<b>TRANSPORTE MARÍTIMO</b>	Lauria Shipping (100%)
	E.N. Elcano de la Marina Mercante (Elcano) 100%	
	<b>DIVISIÓN DE CONSTRUCCIÓN NAVAL</b>	Astilleros de Santander, S.A. (Astander) Desgasificación y Limpieza de Tanques, S.A. (Delta) Juliana Constructora Gijonesa, S.A. Manises Diesel Engine Company, S.A. Navalips, S.A. Naviera Castellana, S.A.
	Astilleros Españoles, S.A. (Aesa) 100%	
	Astilleros y Talleres del Noroeste, S.A. (Astano) 99,99%	Remolcadores del Noroeste, S.A.
	Hijos de J. Barreras, S.A. (Barreras) 99,99%	
	<b>DEFENSA</b>	Industria de Turbopropulsores, S.A. Sainsel-Sistemas Navales Sociedad Anónima de Electrónica Submarina (Saes) Sociedad Iberoamericana de Reparaciones Navales Ltda. (Sociber) Turbo 2000, S.A.
	Empresa Nacional Bazán de Construcciones Navales y Militares, S.A. 100%	
	<b>DEFENSA</b>	Aeronáutica y Automoción, S.A. (Aya) Aeronautical Maintenance Tooling, S.A. (Amt) Cornello Internacional, S.A. Deftec, S.A. Electrónicos, S.A. (Febesa) Fábrica Española de Balastos Internacional de Composites, S.A. (Icsa) Lm Composites Toledo, S.A. Santa Bárbara Blindados (Sbb) Surgiclinic Plus, S.A.
	Empresa Nacional Santa Bárbara de Industrias Militares, S.A. 100%	
	<b>MINERÍA</b>	Iniciativas y Proyectos de Asturias, S.A. (Inpasa) Sociedad de Desarrollo de las Comarcas Mineras (Sodeco)
	Hulleras del Norte, S.A. (Hunosa) 100%	
	Minas de Figaredo, S.A. 100%	
Potasas de Subiza, S.A. (Posusa) 50%		
<b>SIDERURGIA</b>	ABT	
Productos Tubulares, S.A. 100%	Tubos Reunidos, S.A.	
Altos Hornos del Mediterráneo, S.A. 100%		
Acenor 100%		
Prereducidos Integrados del Suroeste de España, S.A. (Presur) 99,51%		

SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL (Continuación)		
GRUPO	RAMAS ACTIVIDAD Y SOCIEDADES DE CABECERA	EMPRESAS
AIE	AHV-Ensidesa Capital, S.A. 50%	Altos Hornos de Vizcaya, S.A. (AHV) Empresa Nacional Siderúrgica, S.A. (Ensidesa)
	Corporación Siderúrgica Integral (CSI) 50%	
	Corporación Siderúrgica Integral (CSI) CSI-Planos, S.A.	Alfonso Gallardo, S.A. Bishopsgate Steel Comercial Siderometalúrgica Velasco, S.A. (Cosimet) Cortes y Aplanados Siderúrgicos, S.A. (Casisa) Galvanizados del Mediterráneo, S.A. (Galmed) Gonsider Siderúrgica del Mediterráneo, S.A. (Sidmed)
	Corporación Siderúrgica Integral (CSI) CSI-Productos largos, S.A.	Emesa Trefferías, S.A. Industrias Galycas Metalúrgica Asturiana, S.A. (Metalsa) Robert Smith Steel Tetracero URS, S.A.
	Corporación Siderúrgica Integral (CSI) CSI-Transformados	AHV France Lusitana de Distribucio
	Acería Compacta de Vizcaya, S.A.	
DGPE (SEPPa: agente gestor de procesos de privatización)	<b>ALIMENTACIÓN</b> Alimentos y Aceites, S.A. 74,07%	
	<b>DISTRIBUCIÓN</b> Aldeasa 80%	
	<b>SECTOR FINANCIERO</b> Sociedad Anónima Estatal de Caución Agraria. Sociedad de Afianzamiento (Saeca) 80%	
	Sociedad Nacional de Avaluos al Comercio, S.G.R. Sociedad de Garantía Recíproca (Sonavalco) 78,10%	
	Argentaria 51,70%	
	Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A. (Cesce) 50,25%	
	Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (Cersa) 21,28%	
	<b>INFORMACIÓN</b> Agencia Ele 99,38%	
	<b>INFRAESTRUCTURAS</b> Inmobiliaria de promociones y Arriendos, S.A. (Improasa) 100%	
	Madrid 94, Organizadora de Conferencias Internacionales, S.A. 100%	
	Pabellón de España 100%	
	Quinto Centenario 100%	
	Sociedad Española de Estudios para la Comunicación Fija a través del Estrecho de Gibraltar, S.A. (Secegsa) 100%	
	Sociedad de Infraestructuras y Equipamientos Penitenciarios, S.A. (Siepsa) 100%	
	Sociedad Estatal de Gestión de Activos, S.A. (Agesa) 100%	
	Infehsa 85%	
	Infraestructuras y Equipamientos Hispalenses 85%	
	Barcelona Holding Olímpico (Holsa) 51%	
	<b>SECTOR PRIMARIO, EXTRACT. Y CONSTRUCCIÓN</b> Explotaciones Agrícolas Andaluzas, S.A. (Expasa) 100%	
	Minas de Almadén y Arrayanes, S.A. (Mayasa) 100%	
	Empresa de Transformación Agraria, S.A. (Tragsa) 20%	
	<b>SERVICIOS</b> Empresa para la Gestión de Residuos Industriales, S.A. (Emgrisa) 100%	
	Empresa Nacional de Autopistas, S.A. (Enausa) 100%	
	Sociedad para las enseñanzas Aeronáuticas Civiles (Senasa) 100%	
	Sociedad Estatal de Gestión Inmobiliaria de Patrimonio (Segipsa) 100%	
	Merco 98,79%	

## SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL (Continuación)

GRUPO	RAMAS ACTIVIDAD Y SOCIEDADES DE CABECERA	EMPRESAS
<b>DGPE</b> (SEPPa: agente gestor de procesos de privatización)	Mercasa 42,66%	
	<b>TABACO Y ALIMENTACIÓN</b>	
	Tabacalera 52,36%	
	<b>TABACO</b>	
	Compañía Española de Tabaco en Rama (Cetarsa) 79,18%	
	<b>TELECOMUNICACIONES</b>	
	Telefónica de España -Participación Testimonial-	
	Telefónica Internacional 23,80%	
	<b>TRANSPORTE MARÍTIMO</b>	
	Compañía Trasmediterránea, S.A. 95,10%	
<b>TURISMO</b>		
Paradores de Turismo, S.A. 100%		
<b>SEGÚN DEPENDENCIA INSTITUCIONAL</b>		
<b>OTROS GRUPOS</b>	<b>MINISTERIO ECONOMÍA Y HACIENDA</b>	
	Fábrica Nacional Moneda y Timbre	
	<b>MINISTERIO DE FOMENTO</b>	
	Sociedad estatal de Promoción y Equipamiento del Suelo	
	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles	
	FEVE	
	Hispasat	
	Retevisión (20%)	
	Empresa Nacional de Transporte de Viajeros por Carretera	
	<b>MINISTERIO INDUSTRIA Y ENERGÍA</b>	
Empresa Nacional de Residuos Radiactivos		
<b>PRESIDENCIA DEL GOBIERNO</b>		
Ente Público de Radiotelevisión Española		
Televisión Española, S.A.		



## Libros del Mes

---

**La política monetaria y la inflación en España,**  
*Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza*  
Economía, Madrid, 1997, 861 págs.

---

En 1973 España inauguró, en su política monetaria, un sistema moderno, acorde con las necesidades económicas del país y en línea con los mecanismos de control monetario de los países industriales avanzados.

Si uno se atiene a sus resultados no cabe duda de que el sistema de control en dos etapas, que suponía el seguimiento de un objetivo intermedio, definido en relación con un agregado monetario que ha estado siempre en permanente ampliación, para el logro de ciertas metas en términos del gasto nominal y de la tasa de inflación, ha sido efectivo.

A final de los ochenta, sin embargo, fue surgiendo en España, también en otros países, una clara desconfianza respecto a esas reglas de control basadas en la estabilidad entre objetivo intermedio y objetivo último, así como a la eficiencia de un mecanismo de actuación que se venía basando en los activos de caja del sistema bancario. El fuerte proceso de innovación financiera que experimentó España, en buena medida como fruto de la liberalización del sistema financiero que se inicia a mitad de los 70, fue privando crecientemente de significación a los agregados monetarios. Sólo la flexibilidad en la ejecución de la política monetaria por el Banco de España permitió el ejercicio de un control eficiente más allá de definiciones rígidamente establecidas.

Pero tal vez la cuestión clave, en esta etapa que comentamos, por lo que a la política monetaria se refiere, sea el hecho de que los elevados y persistentes déficit públicos, en su mayor parte de carácter estructural condicionaban de forma inevitable el curso conveniente del control monetario. Como Alesina y otros han venido poniendo insistentemente de manifiesto, la mayor dependencia del banco central respecto a las decisiones gubernamentales resta efectividad a la política monetaria.

Seguramente esta ideología fuertemente implantada entre los economistas junto con el modelo del banco central alemán, han determinado que la Unión Europea se haya decantado por un esquema de bancos centrales, formando un sistema, en torno al Banco Central

Europeo, con plena independencia de los gobiernos de los respectivos países, tal como está establecido en el Tratado de la Unión aprobado en Maastricht y puesto en práctica en los diferentes países de la Unión Europea.

En nuestro país, la autonomía del Banco de España se aprobaba en agosto de 1994 y hay que reconocer que desde su entrada en vigor, el Banco de España ha sabido ganarse con sus decisiones el respeto imprescindible para nutrir esa credibilidad de su función estabilizadora que es la base para que todo el sistema funcione.

El Banco de España, en esta etapa, ha generado cambios muy sustanciales en el diseño y —aunque menos— también en la ejecución de la política monetaria. A través de las páginas del Boletín Económico, los interesados hemos ido aprendiendo el fundamento y trascendencia de algunos de estos cambios. Tal vez lo más importante sea el abandono, en sentido formal, del esquema de objetivos intermedios en favor de un seguimiento directo del objetivo de inflación.

Frente a la apariencia de mayor grado de discrecionalidad que esa formulación pueda hacer creer, lo cierto es que la política monetaria constituye una parcela de la política económica con escasas dosis —si alguna— de improvisación. El grado de información regular sobre los indicadores que utiliza, sobre su instrumentación y resultados es muy elevado y, en ese marco, la aparición regular del Gobernador del Banco de España en el Congreso para informar sobre la inflación, viene permitiendo a los seguidores de estos temas disponer de un análisis completo y riguroso del comportamiento de la inflación y de la actuación de la política monetaria.

Yo creo que es en ese contexto sumariamente descrito de cambio en el *status* del Banco y en la definición del control monetario en el que hay que valorar la espléndida obra que acaba de editarse por el propio Banco de España y que constituye el objeto de este comentario.

Se trata de una obra colectiva que aborda diferentes temas a lo largo de sus veinte capítulos escritos, en su mayoría, por destacados economistas del Servicio de Estudios del Banco de España. El trabajo introductorio del Director General del Banco, José Luis Malo de Molina, sirve de elemento estructurante del contenido de la obra y explica su argumento y propósitos generales.

Los trabajos van explicando el fundamento del actual diseño de la política monetaria, partiendo de su propia perspectiva histórica desde 1973, pero todos ellos responden a una visión global del control monetario que cabría sintetizar en estos diez puntos:

1. El crecimiento a largo plazo de la economía está determinado por factores reales.

2. La inflación, a medio y largo plazo, es un fenómeno preferentemente —aunque no exclusivamente— monetario.

3. La inflación es distorsionadora de la óptima asignación de recursos y tiene, además consecuencias negativas desde el punto de vista de la distribución del bienestar ya que los más perjudicados son siempre los estratos más bajos en la escala de la distribución de la renta.

4. A plazo medio se observa una clara complementariedad entre *estabilidad* y *crecimiento*. No existe por tanto oposición entre ambos fenómenos económicos.

5. La política monetaria debe orientarse ante todo a la lucha contra la inflación sin que ello implique que su modulación concreta pueda o deba ignorar otras metas respecto al crecimiento económico y al bienestar de los ciudadanos.

6. Estabilidad no quiere decir necesariamente crecimiento cero de los precios. En toda economía existen cambios en los precios relativos, que reflejan alteraciones en la oferta y demanda de los diferentes mercados, que son perfectamente aceptables. En conjunto la experiencia apunta a que tasas de crecimiento anual de los precios entre el 1 y el 3 por cien, son compatibles con el objetivo de estabilidad.

7. La práctica universal demuestra que la fijación de objetivos intermedios, en términos de un agregado monetario, es insuficiente para el ejercicio de una política monetaria de estabilidad.

8. La política monetaria puede ser reglada pero no automática. Inevitablemente tiene componentes discretionales, lo que otorga una gran importancia a la competencia de los órganos decisorios del Banco de España.

9. El banco central de un país debe gozar de la autonomía imprescindible para liberar a ese organismo de las presiones y compromisos del proceso político y le permita basar sus decisiones en criterios objetivos con un horizonte de medio y largo plazo.

10. La autonomía formal del banco central tiene, al menos, dos exigencias para que se convierta en autonomía real: primero que exista un consenso social sobre la conveniencia del objetivo de estabilidad; segundo que el comportamiento financiero del sector público permita el ejercicio de una política monetaria autónoma sin los condicionantes que implicaría la existencia de mecanismos de financiación privilegiada del déficit público.

Sobre ese telón de fondo, que constituye todo un esquema de política económica de estabilidad, se proyectan las diferentes colaboraciones del trabajo que comentamos, distribuidas en cuatro partes.

La primera está integrada por dos capítulos introductorios: el ya comentado de José Luis Malo de Molina y el de José Viñals que traza un primer esquema global sobre los costes y determinantes de la inflación y las principales estrategias de política monetaria que cabe diseñar para luchar contra ella.

Una segunda parte, formada por cinco colaboraciones, ofrece importantes ensayos para entender las raíces y limitaciones de la política monetaria seguida en España desde 1973 hasta nuestros días.

La política monetaria actual, en toda su dimensión, desde la discusión de los criterios e indicadores para medir la inflación hasta la forma en que se instrumenta el control monetario, da contenido a la tercera parte de la obra, la más extensa (ocho colaboraciones) y, seguramente la que contiene los aspectos metodológicos y analíticos más complejos y rigurosos.

Finalmente, la cuarta parte (6 colaboraciones) se ocupa de un aspecto institucional básico para la gestión del control monetario, cual es el de los mecanismos de transmisión de la política monetaria a través de los agentes y mercados financieros.

En conjunto pues, nos encontramos ante una obra completa, bien concebida y ordenada, en la que el lector puede encontrar argumentos sólidos para comprender y acotar las decisiones de la política monetaria. Para muchos operadores de instituciones y mercados financieros, es suficiente el seguimiento día a día de las decisiones del Banco de España que se refieren a la política monetaria. Sin embargo para quienes deseen tener una clara percepción de los fundamentos de los criterios que inspiran esas actuaciones, este libro constituye una pieza indispensable.

Felicitemos pues, al Banco de España y a su Servicio de Estudios por esta feliz iniciativa que contribuirá a una mejor comprensión de su función y actuaciones, en esa nueva etapa de su autonomía iniciada en 1994. En mi modesta opinión es una obra básica que no debe estar ausente de la biblioteca al menos de los economistas que profesionalmente cultivan el campo del Sistema financiero y monetario español.

Por nuestra parte, esta noticia de la obra "La política monetaria y la inflación en España", sólo es un adelanto de otros análisis más pormenorizados y profundos de su contenido que, sin duda, *Cuadernos* irá ofreciendo en el futuro a sus lectores. El interés de los temas tratados así lo demanda.

**Victorio Valle**

**Curso Básico de Hacienda Pública. Esquemas de clases,** de *Manuel J. Lagares Calvo*, Colegio de Economistas de Madrid, Madrid, 1997.

En las últimas décadas las economías occidentales han presenciado atónitas la acelerada expansión del Sector Público. Como consecuencia, en la mayoría



de ellas, las cifras de gasto público alcanzan ya cotas cercanas, y a veces superiores, al cincuenta por cien del PIB. Esta fuerte intervención pública, y los efectos que de ella se derivan, explican inequívocamente la importancia del estudio de la Hacienda Pública en la actualidad.

Dejando a un lado los indicadores de la actividad financiera pública, existen otros motivos que justifican la necesidad de este tipo de estudio. Entre ellos, destaca el porcentaje cada vez mayor de aquellos que eligen como opción profesional la incorporación a cuerpos de funcionarios públicos. Para todos ellos es indispensable una formación previa en esta área de la Economía Pública.

Todo lo anterior se ha traducido, en el campo universitario, en una modificación de los tradicionales planes de estudio de la Hacienda Pública, dando así respuesta a esta nueva realidad económica y social. Los nuevos planes de estudio diseñados organizan el aprendizaje de esta materia en una primera asignatura introductoria, ubicada en el segundo curso de la Licenciatura de Economía. Para cursos posteriores se reserva el análisis de temas más especializados.

Un somero análisis de la literatura hacendística española delata la ausencia de manuales que se ajusten a los nuevos planes aprobados; ausencia aún más patente en el caso de la asignatura "Introducción a la Hacienda Pública", por su novedad y por su ubicación en cursos iniciales de la licenciatura en los que la formación de base de los alumnos es aún relativamente escasa en algunos aspectos de la teoría económica. El profesor Lagares Calvo, catedrático de la Universidad de Alcalá, consciente de este déficit editorial nos ofrece este libro en el que se recogen un conjunto de esquemas adaptados exhaustivamente a la estructura del programa introductorio de esta materia, conforme a un diseño convencional y completo que se recoge explícitamente en el libro. La utilidad de los esquemas, cuando éstos están bien contruidos es obvia ya que sistematiza el contenido de cada tema y permite a alumnos –y eventuales opositores– disponer de una síntesis en pocas páginas del contenido del tema para su repaso y aprendizaje sistemático.

La obra, editada por el Colegio de Economistas de Madrid, comienza con un primer grupo de esquemas referidos a los fundamentos de la Hacienda Públicas, dando paso a continuación a temas de elección social. Los siguientes bloques se dedican a los principales tipos de gastos públicos y a la teoría general de los ingresos públicos, para finalizar con una sección que desarrolla cuestiones de mayor actualidad como son la reforma de la imposición y los distintos niveles de Hacienda Pública.

A través de esta publicación, de contenido inmejorable y oportunidad indiscutible, se da el primer paso, y quizás también el más difícil de esbozar el embrión de lo que en un futuro próximo puede convertirse en un completo manual básico de Hacienda Pública.

Con el deseo expreso de que se siga trabajando en esta línea, auguro los mejores éxitos a este producto,

cuya importante aportación pedagógica lo convierte en un buen competidor en el mercado editorial.

*Nuria Rueda López*

**Bank soundness and macroeconomic policy,**  
*Carl-Johan Lindgren, Gillian Garcia and Matthew I. Saal,* 1996, International Monetary Fund, 215 págs.

La importancia de la estabilidad y solvencia del sistema financiero para el adecuado desarrollo de la política macroeconómica es el eje fundamental de esta reciente obra, escrita por tres economistas del Fondo Monetario Internacional. El interés y preocupación del citado organismo internacional por este tema se ha acentuado en los últimos años con la creciente internacionalización y globalización de las economías, que facilita la rápida expansión de los problemas financieros y monetarios de un país o región al resto del mundo.

La presente obra es una notable contribución a la literatura bancaria contemporánea ya que ofrece una perspectiva global de las causas y consecuencias de los problemas de solvencia en el sector de las entidades de depósito a la vez que identifica los aspectos y elementos a reforzar para evitar futuras crisis bancarias.

El libro consta de cuatro partes y 13 capítulos así como con una serie de anexos y apéndices. Las dos primeras partes tienen fundamentalmente un carácter de *survey* de acontecimientos financieros de carácter positivo mientras que las dos segundas adoptan una perspectiva más normativa. La parte I está dedicada a la revisión de la experiencia internacional de fragilidad y crisis bancarias y consta de tres capítulos y un anexo. El primer capítulo es de carácter introductorio, en el que se explica el contenido de la obra. Un aspecto llamativo de este capítulo es la Figura 1 en la que aparece un útil mapa del mundo en el que se colorean los países según tres criterios: aquellos que han experimentado crisis bancarias después de 1980; aquellos que han experimentado problemas en su sector bancario (sin llegar a crisis) en el mismo periodo; y aquellos en los que no han tenido lugar problemas significativos en el sector o se carece de información al respecto. Este mapa sintetiza el contenido del *survey* de crisis y problemas bancarios que aparece en el Anexo al final de la parte I. En el segundo capítulo se discute sobre la cuestión ¿por qué los bancos necesitan una especial atención y protección por parte de la acción pública? Dos aspectos son centrales en esta discusión: la consideración de algunos servicios bancarios (como la provisión de bienes de pago o la canalización de recursos financieros) como bienes cuasi-públicos y la necesidad de la estabilidad y solvencia del sistema financiero para el buen desarrollo de la política macroeconómica. Por último, el tercer capítulo analiza las distintas cuestiones y dificultades metodológicas que suscita la definición, medición y predicción de la seguridad de un sistema bancario. La predicción de situaciones de insolvencia a nivel de entidades financieras individuales y a nivel del

sistema ocupa la mayor parte de este capítulo, en el que resulta de gran utilidad la tabla 1, en la que se revisan las variables e indicadores que tienen propiedades predictivas en materia de probabilidad de insolvencias bancarias.

Tras los aspectos introductorios y metodológicos, la parte II, que contiene dos capítulos y un anexo, profundiza en las causas y consecuencias macroeconómicas de la inestabilidad en los sistemas bancarios. El capítulo 4 del libro y primero de esta parte analiza las principales causas que explican los procesos de crisis en entidades financieras individuales y en el sistema bancario en su conjunto. Entre estas causas se incluyen una gestión inadecuada o negligente, una excesiva asunción de riesgos, un contexto operativo ineficiente, actuaciones fraudulentas y el deterioro (crisis) del entorno económico que invalida los supuestos bajo los que se acometieron los créditos y otras inversiones. Los autores desarrollan con mayor profundidad los efectos sobre la estabilidad y solvencia del sistema bancario, de factores como el ciclo (y entorno) económico, de los instrumentos de política monetaria (prestamista de última instancia, coeficiente de caja) y fiscal, de la política de tipo de cambio, así como de la política macroeconómica en su conjunto. En este capítulo, se incluyen las tablas 3 y 4 que sintetizan a modo de *survey* internacional, las instituciones afectadas en las diferentes crisis bancarias acontecidas desde 1980 en países pertenecientes al FMI y las principales causas macroeconómicas que incidieron de forma determinante en la aparición de dificultades financieras. Entre la evidencia empírica revisada, se encuentra la crisis bancaria que tuvo lugar en nuestro país(1) durante el periodo 1977-85 de la que se recuerda en la tabla 3 cómo se vieron afectados bancos comerciales e industriales de pequeña y mediana dimensión. En concreto, se comenta que 110 bancos (que representaban el 20% de los depósitos del sistema bancario) fueron rescatados en el periodo 1978-82, mientras que en 1983 el grupo Rumasa, que controlaba más de 100 empresas y 20 bancos, fue nacionalizado. Entre las causas y cambios macroeconómicos que incidieron en esta crisis bancaria (tabla 4), se indican los siguientes: el impacto de la subida de los precios del petróleo (en 1973 y 1980) afectó muy negativamente a la economía española que dependía en exceso de las importaciones de este recurso energético, la muerte de Franco en 1975 dio lugar a un periodo de cierta incertidumbre política y social; se endureció la política monetaria para luchar contra las tensiones inflacionistas; la producción industrial cayó en el periodo 1975-78 y en 1981; los tipos de interés reales alcanzaron niveles elevados después de haber sido negativos durante años; los precios de las acciones y de las inversiones inmobiliarias se redujeron en 1974-81. En esta misma línea, las dos tablas sintetizan más de 35 casos de crisis bancarias en países industrializados como en desarrollo.

El capítulo 5 está dedicado al análisis de las consecuencias macroeconómicas de un sistema bancario inestable e inseguro. El primer grupo de consecuencias afectan a la entidades o entidades bancarias que experimentan dificultades: el comportamiento de estas instituciones puede volverse más arriesgado y puede dar lugar a que una situación difícil se convierta fácilmente en una situación de insolvencia. El segundo impacto de

la inestabilidad del sistema bancario recae sobre el sector real de la economía, que necesita la eficiente canalización de recursos financieros hacia sus actividades productivas y una adecuada provisión de medios de pago. La evidencia empírica sobre este impacto revela que tras una crisis bancaria se encarecen los costes de intermediación financiera, con lo que las empresas no financieras salen perjudicadas (así ocurrió en España, según el *survey* que se incluye en la tabla 5 de este capítulo). Las consecuencias sobre la política monetaria, en la que el sistema bancario juega un papel central a la hora de su ejecución, son el tercer elemento analizado en este capítulo. Entre las consecuencias negativas en materia de política monetaria destacan las siguientes: una mayor volatilidad y menor capacidad de predicción de los agregados monetarios empleados en la elaboración de la estrategia monetaria, efectos inflacionarios debido al aumento del crédito del banco emisor para las entidades con dificultades y, en general, una menor efectividad de la política monetaria. Por último, se analizan las consecuencias fiscales y para el sector exterior de la economía. Entre estas últimas, las más significativas son tres: la depreciación del valor de la divisa nacional, las salidas de capital extranjero y la imposición de mayores primas de riesgo en la financiación internacional para los prestatarios de los países con crisis bancarias.

La gravedad de las consecuencias de una crisis bancaria para la estabilidad macroeconómica hace que la prevención de ese tipo de problemas sea un objetivo necesario y legítimo de política económica. La parte III del libro, con 6 capítulos, está dedicada a la presentación de un marco para la existencia de un sistema bancario seguro y estable, en el que los factores críticos son un adecuado contexto operativo, control interno, disciplina externa procedente del mercado y control externo a través de la regulación y de la supervisión tanto a nivel nacional como internacional.

El capítulo 6, primero de esta tercera parte, analiza la importancia del contexto operativo en el que actúa las entidades pertenecientes al sistema bancario. Tres elementos son motivo de especial análisis en el marco operativo: la infraestructura económica (que incluye el marco institucional y legal así como la estructura de los mercados financieros), el ciclo económico y los *shocks* no económicos (guerras, desastres naturales) y la liberalización del sector financiero. La existencia de un marco legal y administrativo adecuado, de un sistema bancario competitivo (alejado de la concentración excesiva) y de mercados monetarios y de capitales suficientemente desarrollados son condiciones necesarias para la estabilidad del sistema bancario. Respecto a la liberalización del sector financiero, los autores defienden un equilibrio entre desregulación y re-regulación de las medidas de supervisión prudencial.

La supervisión y control interno de las entidades financieras son los ejes de la discusión del capítulo 7. En primer lugar, la propiedad del banco o caja de ahorros es un factor central en este contexto, con una conclusión clara: es muy favorable la existencia de un mercado activo para el control de la propiedad ya que incentiva a propietarios y gestores el mantenimiento de un banco solvente y seguro. En segundo lugar, la calidad de la gestión es otro factor determinante, en el que

la política de inversiones es el aspecto central. Por último, un sistema eficiente de control interno (contra negligencia, incompetencia o fraude) es necesario para supervisar las asunciones de riesgo. El capítulo se cierra con un comentario sobre los fallos en la supervisión y control interno, en el que suelen estar presentes los conflictos de intereses entre propietarios y gestores así como procesos de asimetría de información.

El capítulo 8 evalúa la importancia de la disciplina de mercado como primer supervisor externo del sistema bancario. Tanto el sector privado como el público juegan un significativo papel en este contexto. En el caso del primero, los mercados de capitales a través de los acreedores, exigen mayores tipos de interés o retiran sus fondos de la entidad ante la aparición de síntomas de prácticas bancarias inseguras y con excesivo riesgo. La existencia de mercados interbancarios desarrollados, de mercados de deuda titulizada y de papel comercial y del conjunto de mercados monetarios es, generalmente una condición suficiente para generar la citada disciplina de mercado. En cuanto al papel de los acreedores del sector público en la disciplina de mercado, éste puede materializarse bien como tenedor de cuentas en las entidades, como propietario del banco (público o semipúblico) o a través del banco central. Esta última alternativa supone limitar el acceso al crédito de prestamista de última instancia del banco emisor a aquellas instituciones financieras con problemas, lo que puede forzarlas a salirse del mercado. En todo caso, esta disciplina de mercado es poco efectiva cuando no existe suficiente información disponible para los participantes del mercado y puede también generar externalidades negativas. A la discusión de estos problemas se dedica la última sección del capítulo.

Los tres últimos capítulos de este bloque están dedicados a la supervisión externa que realizan las autoridades monetarias. Ante la limitada eficacia de las fuerzas de mercado como supervisores externos, la mayoría de los países refuerzan ese control a través de regulación y la supervisión del banco emisor. El capítulo 9 analiza los principales elementos de la regulación y supervisión que refuerzan el contexto operativo, el control interno de las entidades y la disciplina de mercado(2). En este sentido, los autores sostienen que para un adecuado funcionamiento de la agencia supervisora, ésta debe tener suficiente capacidad, autoridad e independencia.

El diseño y la ejecución de políticas supervisoras de las entidades de depósito presentan un buen número de problemas y desafíos, que son analizados en el capítulo 10. Las regulaciones pueden fallar por ser poco estrictas, distorsionadoras o por estar mal elaboradas o implementadas. Por su parte, la supervisión puede no alcanzar los objetivos deseados cuando no tiene suficiente independencia o se encuentra políticamente mediatizada. Una típica reacción de las autoridades supervisoras ante las dificultades de algunas entidades financieras es la de "esperar un poco y ver lo qué pasa", esto es, conceder algo de tiempo al banco involucrado, bajo la creencia que los problemas son temporales o que podrán ser solucionados si llega un nuevo equipo directivo a la entidad. En este contexto, los autores señalan los efectos negativos que el seguro de depósitos puede suponer, ya que la presión de los

depositantes es notablemente menor cuando tienen sus ahorros garantizados. La última sección de este capítulo se dedica a los efectos macroeconómicos de las regulaciones prudenciales. El impacto más conocido fue el racionamiento de crédito (*credit crunch*) que tuvo lugar en Estados Unidos durante el periodo 1988-91, tras la implantación de la nueva normativa de capitales propios y que agudizó la recesión de aquellos años. Asimismo, los autores advierten de los riesgos de utilizar las medidas prudenciales como instrumentos de política monetaria así como de los problemas que pueden aparecer en los periodos transitorios antes de la aplicación de nuevas normas de solvencia.

El capítulo II revisa los principales acuerdos internacionales en materia de regulación y supervisión bancaria. La internacionalización de la actividad bancaria implicaba una serie de riesgos y distorsiones (múltiples jurisdicciones), que hizo necesaria la cooperación bien bilateral bien multilateral en materia de regulación. Las iniciativas de cooperación internacional se han producido fundamentalmente en cuatro campos: contexto operativo (armonización), reforzamiento de control interno, de disciplina de mercado y de supervisión. El papel del Banco Internacional de Pagos de Basilea en este proceso de coordinación y armonización ha sido crucial desde mediados de la década de 1970. La armonización de normas bancarias (con hincapié en las de solvencia) era el eje central para la creación de un "campo de juego equilibrado" para todos los participantes en los mercados bancarios internacionales. Sin duda, el Acuerdo de Basilea sobre convergencia de la normativa de recursos propios ha sido el logro más significativo en materia de cooperación internacional. Sin embargo, no se pueden olvidar los trabajos realizados en el campo de la supervisión por el Fondo Monetario Internacional o por la Unión Europea (en este último caso, con la formación del Mercado Único como telón de fondo). Por último, se cierra este capítulo examinando las insuficiencias de la coordinación internacional, que aparecieron reflejadas en los casos del BCCI y Barings.

La parte IV del libro, con dos capítulos, contiene las principales conclusiones. El capítulo 12 explora cuatro áreas fundamentales en que los vínculos entre las políticas macroeconómicas y la estabilidad del sistema financiero pueden obligar a la readaptación de objetivos e instrumentos: políticas de estabilización, la elección de los instrumentos de política monetaria, equilibrio presupuestario y los movimientos de capitales. El capítulo 13, de carácter muy breve, destaca la importancia de las políticas microeconómicas que refuerzan la seguridad de las entidades financieras y, con ello, logran la estabilidad del sistema bancario, ya que permiten una mayor flexibilidad a la acción pública macroeconómica. Donde hay un sistema bancario estable, hay flexibilidad a la hora de la elaboración y ejecución de políticas macroeconómicas; en cambio, donde es inestable, se restringe en gran medida las posibilidades de la acción pública.

El libro se cierra con dos útiles apéndices: el primero dedicado a la revisión de los métodos y normas de valoración de las entidades de depósito y el segundo a los instrumentos de supervisión.

En definitiva, la presente obra va ser referencia obligada para los estudiosos de la estabilidad y solvencia del sistema bancario, tanto por la utilidad y extensión del *survey* realizado sobre crisis bancarias en países del FMI desde 1980 como por el análisis efectuado de las causas y consecuencias de las crisis bancarias y las posibles medidas para evitarlas. En todo caso, los crecientes cambios, desafíos y riesgos del sistema financiero, tras los procesos de liberalización e internacionalización, obligan a tener muy presente el contenido de este libro tanto a supervisores como a directivos de entidades financieras.

## NOTAS

(1) El libro de Cuervo (1988) es la obra que analiza con mayor profundidad la citada crisis bancaria en nuestro país.

(2) La importancia de la regulación y supervisión prudencial ha sido un tema recurrente en la literatura financiera reciente, en especial en Estados Unidos, donde se vivió a finales de los ochenta una importante crisis bancaria. Para una revisión reciente de las medidas reguladoras y supervisoras en ese país, véase Khademian (1996).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Cuervo, A. (1988), *La crisis bancaria en España*, Ariel, Barcelona.

Khademian, A.M. (1996), *Checking on Banks*, Brookings Institutions Press, Washington.

*Santiago Carbó Valverde*

**La economía política de la decadencia de Castilla en el siglo XVII**, *Luis Perdiges Blas*, edit. Síntesis. 1996. Madrid, 286 págs.

En los últimos años se está estudiando detenidamente el comportamiento económico del s. XVII de las sociedades europeas en general y de la española en particular. No se le había dado al siglo la importancia que merecía, solamente se le había identificado con una profunda decadencia económica que afectó de forma muy especial a las naciones del Sur y además se le consideraba como encorsetado entre el último del Renacimiento y el de la Ilustración.

Con el avance de los conocimientos históricos se han abierto nuevas perspectivas en el conocimiento del SETECIENTOS, prestándole especial atención como punto de referencia para explicar el nacimiento del capitalismo y su desarrollo en el seno de una sociedad feudal. Por ello interesa conocer cómo se iniciaron en algunas naciones europeas ciertos prerrequisitos necesarios para la Revolución Industrial, cuestiones todas ellas cuyo esclarecimiento reviste una extraordinaria importancia y justifica el gran esfuerzo de investiga-

ción que se le está dedicando desde hace algunos años.

Como indicaba arriba, el desarrollo de las economías fue muy desigual en territorio europeo. No se trata solamente que hubiera unas naciones destacadas económicamente y otras detrás, sino que hubo zonas donde arraigaron nuevas formas de producción y cuyas economías eran pujantes y, en paralelo, otras cuya situación siguió estancada cuando no en abierta decadencia. Con esta disparidad, la pregunta estaba servida, ¿cómo es posible que el cambio más importante que ha conocido la humanidad desde un punto de vista económico, difiriera, cuantitativa y cualitativamente, tanto según países, o si se quiere, según regiones? Contestar a estas cuestiones es de vital importancia, pues en la actualidad las diferencias de desarrollo entre amplias zonas del planeta son muy acusadas y se convive en un mundo en el que la riqueza está repartida de forma muy desigual. Tanto es así, que este problema está considerado por muchos economistas como el más importante a resolver por esta ciencia y, ya sea desde la Teoría Económica, ya desde la Historia, se están buscando soluciones al mismo.

Desde la Teoría, se han propuesto varios modelos de industrialización que sirvan para ser aplicados en los países de ingreso bajo. Complementariamente, desde la Historia, se ha realizado un enorme esfuerzo para conocer minuciosamente los cambios económicos del pasado, enfocando el problema desde varios puntos de vista y acotando cada vez más el espacio y el tiempo de estudio. En esta labor, el s. XVII es una fuente destacada de conocimientos.

Uno de los puntos de vista más importante para abordar esa tarea consiste en conocer las ideas, creencias e intuiciones que los autores económicos pensaban acerca de las sociedades en las que vivieron, y en ese sentido la labor de la Historia de las doctrinas tiene enorme interés.

Luis Perdiges, catedrático de Historia de las doctrinas y del pensamiento económico de la facultad de CC.EE. de la Universidad Complutense de Madrid, nos está introduciendo con este libro en el pensamiento económico español del s. XVII acerca de los análisis, explicaciones y remedios que propusieron los teóricos españoles para solucionar la decadencia de Castilla.

Es reconfortante leer un libro donde se muestre la importancia que tuvieron en el pasado los pensadores económicos españoles. Y no es únicamente porque nos permita conocer las ideas de economía política que se manejaron en nuestro país durante el s. XVII, lo que ya de por sí reviste gran interés; también porque nos aporta nuevos datos para poder conocer ese periodo tan importante de nuestra Historia.

Por otro lado, incluso entre personas con un buen nivel de información, existe una creencia muy arraigada que es necesario deshacer. En efecto, se han considerado las ideas de esos autores como un conjunto de *ocurrencias* presentadas al monarca de forma desordenada al objeto de solucionar los graves problemas que aquejaban entonces a la economía española. La lectura de nuestros clásicos del Siglo de Oro, ciertamente no

ha contribuido a mejorar esa opinión. Sobre todo los literatos, hicieron de esos autores blanco de su ironía y, en muchos casos, calificaron sus arbitrios de "proyectos ridículos" o "remedios absurdos".

Sin embargo, como señala el autor, es de justicia señalar que nuestros arbitristas analizarían la situación económica castellana con un considerable rigor, distinguiendo y jerarquizando sus problemas y proponiendo soluciones a los mismos.

Y esto no es de extrañar. Como también se indica en el libro, estos autores contaron con notables antecedentes entre los escolásticos españoles. Concretamente, en las investigaciones de Margaret G. Hutchinson se demuestra que durante el s. XVI, en la Universidad de Salamanca se estaban gestando, entre otras, ideas tan importantes para el análisis actual como la Teoría cuantitativa del dinero, una aproximación subjetivista al precio de las cosas o el análisis del papel de las "plazas" (mercados) como puntos de encuentro de los agentes económicos para fijar los precios de las cosas por interacción de la oferta y la demanda. Con estos antecedentes no cabe extrañarse del nivel científico de sus ideas, ni tampoco de la afirmación del autor por la que los arbitristas, es decir durante el s. XVII, "los economistas españoles fueron pioneros al centrar su estudio en la investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones".

Lógicamente, el estudio de la economía desde esa perspectiva era novedosa en aquella época y se extendería por Europa Occidental, pues el tema del desarrollo estaba muy arraigado. Para muestra un botón de excepcional importancia: el objeto fundamental del libro *La Riqueza de las Naciones* de Adam Smith era precisamente ése y se trata de una obra cada vez más admirada y fuente de conocimientos donde se acude cuando se trate de aproximarse a los temas económicos del pasado y del presente.

Desde esta vertiente del desarrollo, cuenta el libro con un prólogo corto, no por ello menos clarificador y acertado, de Francisco Bustelo, en el que se nos sitúa con unas pocas líneas, en los grandes problemas de la España del s. XVII. Como explica el prologuista, "un país sin unos dirigentes políticos que tengan por preocupación principal la economía y el bienestar de sus administrados, que carezca de empresarios eficientes y de trabajadores formados e incentivados, que gaste más de lo que ingrese, que no produzca alimentos ni manufacturas suficientes, que no invierta y que no comercie adecuadamente, está abocado al fracaso económico". Pero como prosigue después, esas deficiencias pueden perfectamente aplicarse a cualquiera de los países pobres de este momento, lo que nos introduce en un problema teórico de latente actualidad, cual es la formulación de modelos de desarrollo que puedan ser aplicables con posibilidades ciertas.

Por lo mismos, estudiar las ideas de los arbitristas sobre la decadencia de Castilla en el reinado de los últimos Austrias y el esfuerzo analítico que hicieron para explicar la aparente paradoja de una economía con un contingente importante de recursos naturales y

un nivel de riqueza inferior a los países de su entorno es una tarea que puede aportar muchos frutos.

Destaca el autor, asimismo, el afán del "grupo de Toledo" (Sancho de Moncada, García Herrera y Contreras, Damián de Olivares, etc.) por cuantificar sus análisis, describir lo más minuciosamente posible la economía castellana, sintetizar sus ideas y conclusiones, y concretar sus proposiciones con argumentos empíricos (ejemplo de las regiones más prósperas de Europa) para apoyar el crecimiento de la industria española como sector clave para incrementar la población y arrastrar al resto de los sectores especialmente el agrícola.

Complementariamente, hay otros dos aspectos del libro que creo necesario destacar: por un lado, el análisis que hacían los arbitristas de los aspectos extraeconómicos que incidían en la decadencia de Castilla y por otro, la influencia de los arbitristas en los proyectistas del s. XVIII.

Respecto del primer punto cabe destacar lo que el autor denomina obstáculos morales; y obstáculos políticos. Los arbitristas destacaban entre los primeros el aplauso al ocio, el vivir de las rentas no procedentes del trabajo, el exceso de trabajos improductivos, excesivo número de personas en la Corte, lujo de los económicamente pudientes, etc. Entre los segundos señalaban la mala política comercial, el sistema impositivo, los atropellos contra la propiedad, la desigual distribución de la propiedad de la tierra y una legislación excesivamente abundante que complica más que facilita hacer contratos.

No puedo dejar de resaltar la agudeza de estos análisis. Ciertos o no, hoy desde nuestros análisis diríamos que son insuficientes, implicaban a toda la sociedad, pues unían la mentalidad y aspectos culturales de los españoles del s. XVII con la política, la "mala política", de los gobernantes de entonces.

Respecto del segundo aspecto, no cabe duda acerca de que los proyectistas usaron ideas y análisis de los autores del s. XVII. Aun siendo cierto que el pensamiento de los primeros estaba más enraizado en autores europeos que el de los segundos, también lo es que muchos de los análisis de los proyectistas, sus ideas acerca de los sectores productivos, su afán por cuantificar y la importancia que dan a los obstáculos extraeconómicos proceden de los arbitristas.

En otro orden de cosas, el libro nos lleva de la mano por un camino bien ordenado, con un lenguaje claro que facilita la comprensión del lector y permite avanzar en temas tan complicados como los señalados anteriormente, demostrando una vez más que la sencillez en la expresión no está, en absoluto, reñida con la profundidad de los análisis. Posiblemente la primera sea una condición necesaria para que se dé la segunda.

En definitiva, se trata de un buen libro, cuya lectura puede ser perfectamente recomendada en el mundo universitario y a todas las personas que estén interesadas en temas de desarrollo y tengan curiosidad por conocer lo que nuestros autores del pasado han pensa-

do para resolver los problemas económicos de las sociedades en las que les tocó vivir. El autor, profundo conocedor del pensamiento económico de aquella época, nos enfrenta con problemas del mundo actual. Y es desde ese conocimiento desde donde esperamos que en el futuro haga nuevas publicaciones más globalizadoras que, a buen seguro, ayudarán nuevamente a

entender la sociedad y la economía españolas del s. XVII y, por ende, las de la actualidad.

**Jesús Gómez Tejedor**  
**CESSJ Ramón Carande**

## PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

### Últimos números publicados:

- N.º 68. El sector público de la democracia española (I)  
 N.º 69. El sector público de la democracia española (II)

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

### Últimos números publicados:

- N.º 55. Fondos de inversión. Una industria en auge.  
 N.º 56. Pensiones: sistemas públicos y previsión privada

## ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

### Últimos números publicados:

- N.º 15. Canarias  
 N.º 16. Galicia

## CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

### Últimos números publicados:

- N.º 117. La inflación de nunca acabar  
 N.º 118. El empleo en perspectiva

EN INTERNET: <http://www.ceca.es>



### FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 19. 28036 Madrid. Tfno. 3504400

AÑO 1997

- |                          |  |             |
|--------------------------|--|-------------|
| <input type="checkbox"/> | <i>Papeles de Economía Española</i> (suscripción) .....        | 7.500 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos .....  | 2.300 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i> (suscripción) ..... | 7.000 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos .....  | 2.250 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | <i>Cuadernos de Información Económica</i> , un año .....       | 10.000 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos .....  | 1.300 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | <i>Documentos de Trabajo</i> (números sueltos) .....           | 1.000 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | Microfichas (número suelto) .....                              | 1.300 Pts.  |

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío     Giro postal Núm. ....     Cheque bancario.  
 Domiciliación bancaria (facilítenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o razón social .....

Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. .... Provincia o país .....

Fecha .....

Firma o sello,

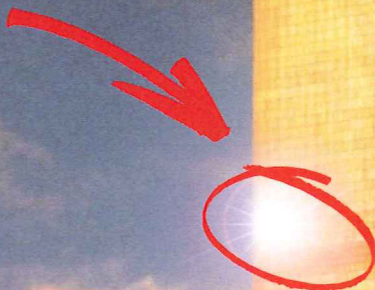
Precio de este ejemplar de Cuadernos.- 1.300 pts.





SABEMOS CÓMO AYUDAR A SU EMPRESA A CONSEGUIR  
MILLONES DE CONSUMIDORES POTENCIALES

PONIÉNDOLA AQUÍ



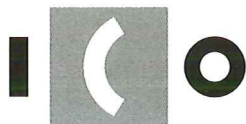
EL ICO IMPULSA LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS  
CON 20.000 MILLONES DE PESETAS EN CRÉDITOS

Estos créditos financian, en condiciones preferentes,  
hasta el **70%** de proyectos de inversión productiva en el extranjero.  
Están destinados, principalmente, a PYMES de hasta 500 trabajadores.

Se amortizan a **5 ó 7** años, incluyendo 1 ó 2 de carencia.

Y puede elegirse entre un tipo de interés fijo o variable.

Ahora, más que nunca, tenemos nuevos caminos  
para que su empresa conquiste nuevos mercados en el exterior.

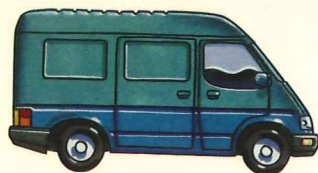
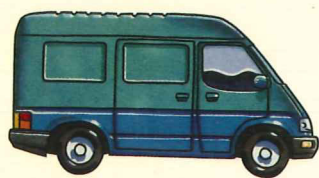


Instituto de Crédito Oficial

**ICEX**  
Instituto Español  
de Comercio Exterior

Infórmese en su Caja, Banco o en el teléfono 9 00 1 21 1 21

# A TODO LEASING. A TODO LICO.



ISSN 8411329386



9 177841 1329386

En **Lico Leasing** le facilitamos el acceso a maquinaria, vehículos, inmuebles, tecnología... lo que usted necesite. Una inversión rápidamente amortizable y con las mayores ventajas fiscales.



Y con la seguridad de 30 años de experiencia y de una red nacional de expertos y especialistas repartidos en las 30 oficinas y en las 13.500 sucursales de las Cajas de Ahorros accionistas.

**DOMICILIO SOCIAL** Miguel Angel, 23. 28010 Madrid. Tel: (91) 310 21 54. Fax: (91) 310 09 00.