

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**LA PROBLEMÁTICA
RECUPERACION
DEL 94**



FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL
OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

LA PROBLEMATICA
RECUPERACION
DEL 94

Styblacher

Imprime:
Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid
Depósito legal: M. 402.—1980
ISSN: 1132-9386

SUMARIO

	<u>Pág.</u>
PRESENTACION	V
ECONOMIA ESPAÑOLA	1
La problemática recuperación del 94.- <i>Enrique Fuentes Quintana, Victorio Valle Sánchez y Julio Alcaide Inchausti</i>	3
Apéndice.- Caída del PIB en 1993 y previsión para 1994	18
Situación y Perspectivas de la economía española	21
- <i>Angel Laborda Peralta</i>	22
- <i>Juan José Toribio Dávila</i>	24
- <i>Luis Angel Lerena</i>	26
ECONOMIA INTERNACIONAL	29
Hacia una débil recuperación.- <i>Juan Pérez-Campanero</i>	31
Informe semestral sobre perspectivas económicas de la OCDE.- <i>Traducción, resumen y comentarios de Ricardo Cortes</i>	41
SISTEMA FINANCIERO	53
El paradójico comportamiento de la Bolsa española	55
- La Bolsa: ¿Dos años paralelos?.- <i>Raimundo Ortega</i>	55
- La Bolsa en 1993 y perspectivas para 1994.- <i>César Alierta</i>	61
- La aparente paradoja de una Bolsa boyante con una economía en recesión.- <i>José Luis Feito</i> .	65
- La Bolsa en 1993. Perspectivas para 1994.- <i>Francisco Javier Ramos Gascón</i>	67

Supervisión Bancaria y protección de los consumidores.- <i>José Pérez</i>	71
Evolución de los activos dudosos de las entidades bancarias.- <i>Ignacio Fuentes Egusquiza</i>	78
Los consejos de McKinsey para la gestión de la morosidad.- <i>José M. Rodríguez Carrasco</i>	86
Las carteras de deuda y las perspectivas para la financiación pública en 1994.- <i>Analistas Financieros Internacionales</i>	94
El anteproyecto de Ley sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios.- <i>José A. Antón</i>	101
Banesto: la eclosión de una crisis larvada.- <i>Juan A. Maroto Acín</i>	109
RESUMEN DE PRENSA	127
Comentario de actualidad	129
Resumen de Prensa	133
DOCUMENTO DEL MES	169
Introducción.- <i>Ricardo Cortes</i>	171
Combinación de políticas de estabilización en un marco de integración: la experiencia portuguesa.- <i>Aníbal Cavaco Silva</i>	174
GRAFICO DEL MES	191
Comportamiento de los precios de consumo en 1993	193
INSTANTANEA ECONOMICA	197
Rasgos fundamentales de las administraciones públicas en la Unión Europea	199
LOS LIBROS DEL MES	203
La industria y el comportamiento de las empresas españolas: ensayos en homenaje a Gonzalo Mato; Editores J.J. Dolado, C. Martín y L. Rodríguez Romero.- <i>José Luis Raymond</i>	205
Noticias de libros	208

PRESENTACION

La economía española, a la que, tras la desaceleración en el ritmo de deterioro de la actividad económica registrada en el tercer trimestre de 1993, algunos pronostican -tal vez con cierto optimismo- para 1994 un año de recuperación económica, inicia su andadura en éste con la herencia que le transmiten los resultados de 1993.

Una herencia que sitúa a la economía nacional en el marco de una amplia recesión europea respecto de la que hay, ciertamente, atisbos de una salida, aunque lenta y débil, para 1994, y con unos resultados económicos internos que, como es lógico, presentan un "balance" combinado de aspectos positivos y negativos.

Sólo el análisis minucioso de los indicadores económicos disponibles, y de su previsible evolución, permiten situar las perspectivas de la economía española más allá de las promesas voluntaristas o de las pesimistas valoraciones de los consumidores que las encuestas de opinión transmitían al cierre del ejercicio de 1993.

Economía española: la herencia de 1993 y las perspectivas para 1994.

El artículo de Enrique Fuentes Quintana, Victorio Valle y Julio Alcaide, con el que se inicia el contenido de este número 82 de "Cuadernos de Información Económica", ofrece a los lectores un balance ordenado, de la situación económica española al término de 1993, un pronóstico comprometido para 1994 y un esquema sugerente sobre el curso deseable de la política económica en 1994, para consolidar el cambio de inflexión aún incipiente de la coyuntura económica.

La recesión económica, la caída de la demanda interna (de inversión y de consumo), el aumento del paro, la persistente y acentuada presencia del déficit público y el aumento de los costes laborales -aunque menos que en 1992-, en un contexto de caída general del nivel de actividad, son los elementos básicos que nutren el pasivo más destacable con que la economía española inicia 1994. Un pasivo que hay que contrastar con logros positivos no despreciables: la mejora del comercio exterior, que evidencia una clara capacidad de respuesta de la economía española a la demanda externa cuando el tipo de cambio de la peseta es realista; el mejor comportamiento de la inflación, con signos claros de moderación en los precios del sector servicios, lo que reduce en alguna medida la característica dualidad de la inflación española; los importantes descensos registrados en los tipos de interés (5 puntos en los últimos doce meses), y la presumible detención en el proceso de deterioro de los excedentes empresariales, que constituye el punto de partida de la recuperación futura del proceso de inversión privada.

Hechos y circunstancias que obligan a orientar la política económica española, en su inmediato futuro, hacia los factores condicionantes de la competitividad, para extraer la mayor ventaja posible del incipiente proceso de recuperación de la economía mundial, a través de una mayor actividad exportadora.

Afirmar la estabilidad interna, avanzar en la reforma del mercado laboral, corregir las rigideces que aún subsisten en otros mercados de bienes, servicios y factores, contener la desbocada carrera del déficit público, y cubrir las deficiencias de los elementos microeconómicos que condicionan la competitividad, se convierten así en el eje de toda política económica que aspire con realismo a impulsar las fuerzas que puedan conducir a una recuperación económica.

Un plan de actuación ineludible y urgente que, como tantas veces en nuestra historia, tropieza con el pesimismo y la apatía de unos, el ambiente abierto de confrontación de los agentes sociales y la incertidumbre que rodea al "tiempo político" que la sociedad española vive, en un momento tan decisivo para la economía nacional.

La importancia que la situación económica actual reviste, y el período inicial del año en el que este número de "Cuadernos" aparece, aconsejaban invitar a un conjunto de expertos sobre la coyuntura económica española a exponer sus opiniones con objeto de facilitar al lector la formación de su propio juicio. "Cuadernos de Información Económica" agradece a Juan José Laborda, Director General de Previsión y Coyuntura del Ministerio de Economía y Hacienda, a Juan José Toribio, Secretario Técnico de la Caja de Pensiones de Barcelona, y a Luis Angel Lerena, Director General Adjunto del BBV, su colaboración en este número respondiendo a un breve cuestionario sobre los puntos claves de la coyuntura económica actual y sus perspectivas inmediatas. El lector encontrarán en sus contestaciones, que se reproducen íntegramente, elementos valiosos y reflexiones útiles sobre la economía española.

Hacia una débil recuperación de la economía mundial.

La economía internacional inicia 1994 con un cierto progreso económico que cabe calificar de lento y dubitativo. Tal vez el rasgo más característico del actual panorama económico mundial, sean las tendencias divergentes que cabe apreciar en el comportamiento económico de los diferentes bloques de países que integran el área de la OCDE.

Tal es, al menos, la impresión que transmiten las "Perspectivas Económicas" de la OCDE publicadas en diciembre de 1992, y de las que el lector encontrará, en el comentario de Ricardo Cortes, el habitual resumen de sus puntos más destacables.

El artículo de Juan Pérez-Campanero, por su parte, se aproxima con mayor detalle a ese juicio global de crecimiento lento y dubitativo del conjunto de países de la OCDE, ofreciendo comentarios sobre los colectivos más significativos. Cinco aspectos cabe destacar:

- 1. Para el conjunto de países de la OCDE, puede afirmarse que se está produciendo un débil movimiento hacia una fase de recuperación, aún por debajo del crecimiento potencial de sus economías.*
- 2. La economía norteamericana muestra un crecimiento económico acelerado que permite asegurar su acceso a una fase madura de expansión.*

3. *Las economías de otros países anglosajones (Gran Bretaña, Canadá y Australia), que ya en 1992 han registrado crecimientos entre el 2 y el 2,5 por cien, seguirán la senda de Estados Unidos.*
4. *Japón permanecerá aún por debajo de su crecimiento potencial.*
5. *Los países de Europa continental avanzarán en una senda de crecimiento débil en su conjunto y diferenciado por países, según la capacidad de cada uno de ellos para poner en funcionamiento instrumentos reactivadores de política presupuestaria y fiscal.*

Aquellos países que, como España, tienen desequilibrios graves en sus cuentas públicas se ven imposibilitados para utilizar una política presupuestaria estimulante, y sólo podrán acudir a la política monetaria en la medida en que los movimientos coordinados a la baja de los tipos de interés lo permitan, y acentuar la política de reforma estructural que flexibilice el funcionamiento de los mercados.

Un repaso de la actualidad financiera.

Los temas relativos al sistema financiero español, presentan una nutrida panorámica en este número de "Cuadernos". Seis destacados aspectos encontrará el lector en las páginas que siguen:

1. *El espectacular crecimiento de las cotizaciones bursátiles en un año como 1993, paradójicamente tan negativo desde el punto de vista de la evolución real de la economía española, ha llevado a "Cuadernos" a solicitar la opinión de cuatro destacados expertos -Raimundo Ortega, Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A., César Alierta, Presidente de Beta Capital, José L. Feito Consejero Delegado de Asesores Bursátiles Internacionales y Javier Ramos, Vicepresidente de Sociéte Générale Valores S.V.B, S.A.-, sobre el año bursátil recientemente transcurrido. Unas colaboraciones clasificadoras, que "Cuadernos" agradece en nombre de sus lectores, con las que se inician los temas financieros contenidos en este número. En sus contestaciones existen suficientes argumentos para permitir una mejor comprensión tanto de los brillantes resultados del 93, que no son ajenos a las reducciones de los tipos de interés y a la favorable evolución de las bolsas internacionales, como de las perspectivas que se perciben para 1994.*
2. *El segundo tema financiero de permanente actualidad es el relativo a la supervisión bancaria en un sistema libre y competitivo. La necesaria búsqueda de ese difícil equilibrio entre la necesaria supervisión en defensa de los intereses de los consumidores y de la solvencia del sistema crediticio y el respeto debido a la liberalización y competitividad de las instituciones es un tema importante para evitar prácticas financieras incorrectas y la seguridad del sistema financiero en su conjunto.*

"Cuadernos" reproduce en este número, por su indudable interés, el texto de la intervención del Director General del Banco de España, José Pérez, en el Seminario sobre "Libertad y Derecho de la Competencia en el Sistema

Financiero español" organizado por AUSBANC a finales del pasado mes de noviembre.

3. *La preocupante evolución de los activos dudosos en las entidades crediticias, constituye el objeto de análisis de la nota preparada por Ignacio Fuentes.*

La relación entre los activos dudosos y el crédito total a los sectores residentes se situaba a final de septiembre de 1993 en el 7,4% para la banca y en el 7,6 por cien para las Cajas de Ahorros, lo que supone un notable crecimiento con respecto a finales de 1992. Niveles de morosidad que la solvencia financiera media de las instituciones crediticias puede absorber sin traumas patrimoniales pero que están dañando en forma sensible su rentabilidad.

Ignacio Fuentes destaca en su colaboración el hecho importante de que el aumento de la morosidad, aunque indudablemente influida por la difícil situación económica, no es fruto exclusivo de ésta. En alguna medida, está relacionada con fallos en los sistemas de selección de riesgos y con la penetración de las entidades crediticias, dentro de un marco de creciente competitividad, en segmentos de clientela más alejados de su actividad tradicional y con cuyos sistemas de análisis y selección de riesgos están menos familiarizados.

La reacción de las entidades crediticias ante este crecimiento de la morosidad apunta hacia una concentración del crédito en operaciones con garantía real, lo que, en el caso de la banca, ha llevado incluso a una reducción del flujo de crédito al sector privado.

Precisamente, sobre este importante tema de la morosidad y de su adecuada gestión, ha insistido recientemente la consultora McKinsey en dos publicaciones cuyo contenido se comenta por el Profesor Rodríguez Carrasco. Los consejos de McKinsey se concretan en un conjunto de recomendaciones basadas en tres pilares: un nuevo diseño del proceso de gestión del riesgo, la utilización de instrumentos de gestión adecuados y una estrategia de implantación de los cambios organizativos necesarios para la eficacia del sistema de gestión de la morosidad.

4. *La habitual nota de Analistas Financieros Internacionales plantea un tema de indudable interés y actualidad: la cobertura de las necesidades de financiación del Tesoro en 1993. Cuatro aspectos destacan en su análisis:*
 - a) *El endeudamiento del Estado en 1993 ha supuesto una emisión neta de 6,1 billones de pesetas, una cifra superior a sus necesidades de financiación (4,4 billones de pesetas), lo que ha permitido reducir el recurso del Tesoro al Banco de España (en una cifra en torno a 1,97 billones de pesetas).*
 - b) *La principal vía de endeudamiento utilizada por el Tesoro, en 1993, ha sido la de la deuda negociable a medio y largo plazo, lo que ha elevado la vida media de la deuda del Estado a 2,77 años (1,86 en 1992).*

- c) *Las expectativas de bajada de los tipos de interés han generado perspectivas de ganancias de capital que han atraído la inversión de no residentes.*
- d) *El intento de cubrirse del riesgo de cambio, ha llevado -como nota diferencial- a los inversores extranjeros a buscar financiación en pesetas, utilizando con amplitud las denominadas "operaciones simultáneas" consistentes en la adquisición en firme de deuda por no residentes y su cesión, con pacto de recompra, a inversores residentes.*

De esta suerte, el saldo bruto de deuda del Estado a medio y largo plazo en poder de no residentes se elevaba a finales de 1993 a la importante cifra de 7,3 billones de pesetas.

- 5. *Como ya es habitual "Cuadernos de Información Económica" trata de seguir la actualidad legislativa, y dedica en esta ocasión un comentario de José A. Antón a las normas en proyecto que tratan de articular las medidas necesarias para permitir la modificación de las condiciones de los préstamos hipotecarios, haciendo posible la subrogación del acreedor o la renegociación del préstamo con el acreedor primitivo. Es éste un ámbito en el que se han producido numerosas declaraciones en pro del indiscutible derecho de los deudores a verse beneficiados lo más rápidamente posible de los descensos en los tipos de interés impulsados por la política del Gobierno y del Banco de España. Pero frecuentemente se olvida también que actuaciones precipitadas en este ámbito pueden generar otro tipo de problemas no menos importantes para el funcionamiento del mercado, en el sentido de que entidades tradicionalmente volcadas en la financiación de viviendas puedan verse involucradas en una "guerra de activos" que desalienten la prosecución de esfuerzos en este campo. La nota de José Antonio Antón describe el proyecto gubernamental y, asimismo, la proposición de Ley presentada por el grupo parlamentario en el Senado de Convergencia i Unió, que contiene ideas importantes que, quizá, deberían ser aprovechadas en la discusión parlamentaria.*
- 6. *Acerca de la crisis de Banesto, cuyo exhaustivo tratamiento durante el último mes en los medios de comunicación hace difícil aportar algún dato que no sea ya de conocimiento general por nuestros lectores, Juan Antonio Maroto Acín plantea una serie de reflexiones teóricas que hacen hincapié tanto en las posibilidades informativas de los estados públicos suministrados por las entidades bancarias para evaluar su posición económico-financiera como en la imposibilidad de desarrollar determinadas estrategias innovadoras y agresivas en el negocio bancario cuando la estructura organizativa está desfasada respecto de los objetivos finales, y no proporciona un sistema de información y control adecuado para verificar su grado de cumplimiento.*

Al propio tiempo, se plantean en el trabajo de J.A. Maroto diversas perspectivas de análisis económico-financiero de los factores que parecen haber conducido a Banesto a su situación actual, con base en la información pública ofrecida por la entidad durante los últimos años. Análisis que confirma que la intervención de la entidad por el Banco de España no es más que el desenlace inevitable de una crisis larvada muchos años antes, por una concatenación de prácticas bancarias heterodoxas, innovadoras y agresivas, y de hechos externos

desfavorables, como resultado de los cuales Banesto se ha llegado a encontrar con un activo compuesto por un elevado porcentaje de componentes improductivos o de baja rentabilidad, una cartera crediticia con una elevada proporción de créditos dudosos o en mora, y una cartera de participaciones igualmente poco rentable; así como una cuenta de resultados en la que la estructura de la plantilla, la composición de la red de sucursales, la amortización de las cuantiosas inversiones realizadas en informática y los elevados gastos en publicidad, derivados de sus campañas de imagen y consolidación de su nueva entidad corporativa, han penalizado gravemente sus costes de explotación y la generación de recursos.

Otros contenidos de este número de "Cuadernos".

El resumen de la información económica en la prensa internacional, precedido de un comentario sobre los temas más actuales, ofrece, una vez más, las noticias predominantes aparecidas en los medios de comunicación extranjeros. De su variado contenido, destacan las informaciones relativas a la constitución del Consejo de Política Monetaria, dentro de la nueva estructura autónoma del Banco de Francia, y a los esfuerzos interpretativos de la compleja y cambiante situación de Rusia.

El Documento del mes recoge el texto del discurso pronunciado por el Primer Ministro portugués, Aníbal Cavaco Silva, con motivo de su designación como miembro de honor de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas el pasado 26 de enero. Se trata de una lúcida exposición de los problemas relativos a la adecuada combinación de las políticas monetaria y presupuestaria de estabilidad. En él, el doctor Cavaco Silva hace gala de rigor científico y de pragmatismo político en el tratamiento de uno de los temas más debatidos y complejos de la política económica. Su lógica referencia a la situación de Portugal, en el marco del proceso de integración europea, otorga al trabajo un particular interés para la economía española.

El Gráfico del mes, analiza el comportamiento de los precios de consumo en 1993 en España. Se destaca la reducción experimentada por el índice de inflación subyacente y el aspecto más positivo de la evolución de la inflación en 1993: la ralentización del crecimiento de los precios de los servicios, que, aun manteniendo el carácter dual de la inflación española, ha contribuido a una destacable mejora de las tendencias inflacionistas en 1993 que la mera comparación del crecimiento del IPC en diciembre de 1993 sobre diciembre de 1992, tiende a oscurecer.

La Instantánea Económica ofrece una visión comparativa de los rasgos más característicos del comportamiento financiero de las administraciones públicas en los países de la Unión Europea.

Los datos muestran un sustancial crecimiento del déficit estructural entre 1987 y 1993 en los países de la OCDE, al que se añade, en la actual coyuntura recesiva, un aumento algo más intenso del déficit coyuntural o cíclico.

Así, en 1993, para los países de la Unión Europea, el déficit estructural ha representado el 73% del déficit efectivo, siendo el 27% restante de naturaleza cíclica (las proporciones para España son el 82% y el 18% respectivamente).

La reseña crítica de la obra colectiva "La industria y el comportamiento de las empresas españolas", que constituye un conjunto de valiosos ensayos en honor del malogrado economista Gonzalo Mato, y la habitual Noticias de libros cierran el contenido de este primer "Cuaderno de Información Económica" de 1994.

ECONOMIA ESPAÑOLA

LA PROBLEMATICA RECUPERACION DEL 94

Enrique Fuentes Quintana, Victorio Valle Sánchez y Julio Alcaide Inchausti

El comienzo de cada año es una ocasión que invita, casi ineludiblemente, a preguntarse sobre el curso futuro de la actividad económica. Proliferan los pronósticos y estimaciones, oficiales y privados sobre los datos económicos básicos, a la vez que se multiplican las encuestas y sondeos de opinión que tratan de ofrecer una imagen psicológica sobre la valoración subjetiva por los consumidores y empresarios del actual momento económico y su proyección hacia el próximo futuro.

Mirar a los datos disponibles sobre nuestra economía, siempre retrasados, equivale a contemplar una economía aún vacilante en el camino de una distante y problemática recuperación. Volverse hacia las opiniones de familias y empresas sobre su futuro económico, deja las mismas dudas sobre el comprometido año 1994. Las miradas más preocupantes sobre el 94 son las que reflejan las encuestas realizadas a las familias españolas. El Índice del Sentimiento del Consumidor, que se elabora para la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros, en su última auscultación de noviembre de 1994, mostraba uno de sus puntos más bajos con un valor de 51, cinco puntos menos que en junio de 1993 y cuarenta y ocho puntos menos que en marzo de 1991 en que registró su nivel más alto desde 1977. (Víd. "Cuadernos de Información Económica", nº 80/81, 1993). Una trayectoria pesimista en la que la opinión de los consumidores españoles sigue un patrón de evolución parecida -aunque más acentuada- que la registrada en el resto de los países de la Europa Comunitaria.

Algún consuelo mayor sobre la recuperación posible en el 94 transmiten los llamados "indicadores de confianza" del mundo empresarial de los últimos meses. Tal y como éstos se elaboran por la Comisión Europea esos indicadores muestran una notable desaceleración en su caída a lo largo de 1993. El indicador de confianza en la industria ha pasado de un valor negativo situado en -40⁽¹⁾ en el primer trimestre de 1993 a -28 al finalizar el ejercicio, con una trayectoria clara de prometedora recuperación en el futuro. Menos clara es la mejoría en el indicador de confianza en la construcción que se ha movido desde el veloz -52 en el primer trimestre del 93 a -35 en los datos del último trimestre del pasado año.

Claro está que si uno desea optimismo para disfrutar de la ilusión de una recuperación más firme, puede escuchar los pronósticos políticos del Gobierno que prometen una recuperación económica que, como de costumbre, "está a la vuelta de la esquina", es decir, en la próxima primavera a partir de la cual la economía nos traerá las noticias ciertas de una recuperación modesta pero sin vacilaciones que llevarán para la economía española en el conjunto del año a

(1) El indicador de confianza en la industria se calcula como media aritmética de los saldos netos de opiniones del nivel de cartera de pedidos, expectativas de la producción y nivel de stocks de productos acabados. El indicador de stocks se agrega con signo contrario.

El indicador de confianza en el sector de la construcción se calcula con la media aritmética de la opinión neta de la cartera de pedidos y expectativas del empleo.

ese crecimiento prometido del 1.3% del PIB, con un final brillante de ejercicio aproximándonos al 2%. Lo malo de consolarse con este pronóstico es que su credibilidad -si se atiende a las previsiones oficiales del pasado- no es mucha por lo que quedarse en él tan sólo, no parece constituir una alternativa fiable y consoladora.

¿Qué hacer en estas circunstancias para disponer de una visión mejor del futuro que nos ayude a conocer lo que nos aguarda en este año 1994?

Las respuestas que intentamos dar a esta pregunta parten del suelo firme de los hechos que conocemos y sus interpretaciones para extrapolar a partir de aquí el comportamiento más probable del futuro 94.

Ese apoyo en los hechos reclama dirigir la mirada en dos direcciones. La primera hacia el exterior y la evolución de la economía europea que nos condiciona. La segunda hacia la marcha de la economía española que hemos heredado en este año 1994.

¿Por qué mirar hacia afuera (CE) para saber lo que puede pasar dentro?

Todos los análisis realizados en la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros en los últimos años afianzan dos convicciones profundamente arraigadas, que son de indispensable contabilización para conocer las circunstancias que van a condicionar la vida económica española en 1994.

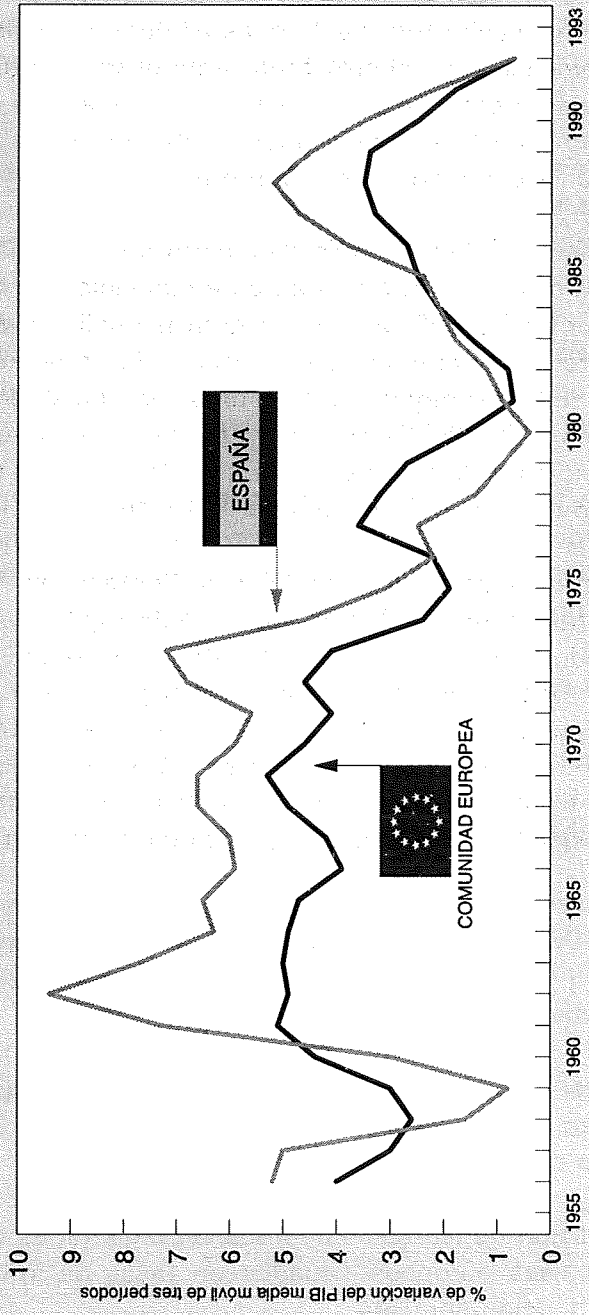
La primera de esas convicciones es que la coyuntura económica española está indisolublemente asociada con la de las economías europeas. Ese parentesco entre la vida económica española y la comunitaria se ha intensificado desde la integración de España en la CE. Tres hechos afianzan este creciente parentesco:

- El aumento en el grado de apertura de nuestra economía hacia la CE. Una circunstancia que los datos relativos al comercio exterior de España con los países de la Unión Europea, confirman plenamente. Las importaciones españolas procedentes de los países comunitarios que, en 1985, representaban el 35,5 por cien de las importaciones totales, ascienden al 60 por cien en 1992. Por su parte, las exportaciones de España a la CE han pasado en esos mismos siete años, del 49 por cien (en 1985) al 71 por cien (1992).
- La economía española ha sido también receptora de cuantiosas inversiones extranjeras, cuyo porcentaje respecto al PIB ha pasado desde apenas un 1,5 por cien en 1985 al 13 por cien en 1993.
- España, por otra parte, como miembro de la Unión Europea, participa plenamente en la tarea de la construcción de Europa, siéndole de aplicación las decisiones comunitarias recogidas en sus directivas, a la vez que el conjunto de políticas económicas de la Comunidad afectan a aspectos muy diversos y extendidos de su quehacer económico.

Todo ello contribuye a afirmar la conclusión de que la coyuntura económica española no pueda ser ni analizada, ni proyectada hacia el futuro con independencia o desconocimiento de lo que sucede en la economía europea.

El gráfico núm. 1 ofrece -sin retórica- la clara imagen de la fuerte asociación existente entre el ciclo económico español y comunitario, incluso mucho antes de la integración española en la CE.

EVOLUCION DEL CICLO ECONOMICO. AÑOS 1956-1992
(Media móvil de tres periodos)



Por otra parte, el gráfico muestra también, con claridad, que la economía española, ha vivido con especial intensidad las mismas fases de la coyuntura europea. Esta es la segunda afirmación que prueba la interpretación económica de la experiencia española. Basándose en ella, se comprueba que tanto los crecimientos como las caídas de la actividad económica son marcadamente más intensos en España que en la media europea, reflejando con ello, probablemente, la mayor rigidez de la estructura productiva española y, con seguridad, el mayor retraso y nuestra mayor pereza en la aplicación de las políticas económicas correctoras en etapas recesivas.

De esta manera, la evolución de las economías de la CE define para la economía española una pauta del crecimiento a la que resulta imposible sustraerse: la coyuntura española la marca la coyuntura internacional y, fundamentalmente, la europea. Dentro de esa tónica de la coyuntura exterior, la gestión económica española podrá administrar mejor o peor sus oportunidades de crecimiento pero no podrá alterarlas radicalmente en el mundo globalizado e interdependiente que nos ha tocado vivir. España nunca ha disfrutado de una fase de expansión con recesión en la economía europea y todas las etapas de recuperación de la economía española han coincidido con fases expansivas de la economía europea.

Por otra parte, la fase de recesión que se ha comenzado a vivir en Europa en 1993, se traducirá en España, de atenerse a la experiencia pasada, con más intensidad. Era de esperar y de temer, en consecuencia, que la recesión europea con la que ha finalizado 1993 intensificase su presencia en la economía española como así ha sucedido.

La situación de la economía europea al iniciarse 1994.

De modo que la pregunta inicial para fijar las coordenadas de la economía española en 1994 es: ¿de qué situación parte la economía europea al inicio de 1994 y cuáles son sus perspectivas futuras? Cinco notas básicas caracterizan la actual coyuntura económica europea:

1. La generalizada recesión productiva que sitúa la evolución global del PIB comunitario para 1993 en el -0,5%, con evolución negativa en la gran mayoría de los países: Alemania (-1,7%), Francia (-0,9%), Italia (-0,1%). Tan sólo Gran Bretaña e Irlanda ha registrado crecimientos positivos en tasas próximas al 2 por cien.

2. El alto nivel de paro (11,3% de la población activa) que constituye el gran problema diferencial europeo, cuyo previsible agravamiento en 1994, elevará al 12,1% la estimación de la tasa de paro comunitario.

3. La moderación de las tasas de inflación registradas (3,2 por cien) en 1993, con la mayoría de los países europeos situados en tasas de inflación inferiores al 4% y con tendencia a su reducción en 1994.

4. El elevado nivel medio de los déficit públicos (6,7% del PIB), y el peso creciente de la deuda pública.

5. La dificultad de utilización de las tradicionales políticas económicas para la reactivación.

De una parte la persistencia de los déficit públicos y el alto nivel de endeudamiento hacen inviable una política presupuestaria de estímulo al crecimiento. Antes bien demandan una mayor disciplina presupuestaria.

De otra parte la política monetaria de reducción de tipos de interés, cuya utilización puede ser efectiva para estimular la inversión privada, está condicionada por la imprescindible coordinación con las acciones de esta naturaleza emprendidas por el resto de países pertenecientes al SME y en particular a la política de tipos de interés del Bundesbank.

En ese marco de referencia, el papel de una política encaminada a flexibilizar los mercados de trabajo, financiero y de servicios adquiere, una vez más un papel protagonista como reductora de los problemas estructurales que están en la base de la actual crisis de la producción y del empleo.

Las anteriores circunstancias y la necesidad de aplicar políticas macroeconómicas europeas de saneamiento financiero apuntan hacia una lenta recuperación de la CE en 1994, todo lo cual ha llevado a la generalidad de los pronósticos de crecimiento del PIB al 1 por cien, que es el que hoy se configura como una referencia compartida de futuro y débil desarrollo.

La herencia del 93: un balance de la economía española.

Si el curso de la economía europea en 1993 y el débil crecimiento pronosticado para 1994, constituye el primer apoyo en los hechos para situar a la economía española, la siguiente pregunta con sentido es, interrogarse por los rasgos básicos con que se cierra el año 1993, por lo que a la economía nacional se refiere. La importancia del cierre del ejercicio de 1993 para conocer lo que puede suceder en 1994 es evidente pues el futuro se construye siempre con las posibilidades económicas del presente. Esas posibilidades son las que se resumen en la herencia económica que hemos recibido de 1993.

Para tratar de precisar esa herencia económica recibida por el año actual, se ha construido un balance *figurado* de la economía española que se presenta en el cuadro nº 1.

Seis partidas básicas integran el pasivo de ese balance:

1ª La recesión con la que ha finalizado la economía española el año 1993, es una *recesión compartida* con la de la CE, aunque más *importante* en todas las estimaciones, si bien discutida en su *cuantía*. En efecto, y como indica la partida primera del pasivo del balance figurado, las estimaciones oficiales, sitúan la caída del PIB en -0,8 por cien, mientras que las previsiones de otros centros privados de análisis de coyuntura la elevan a un porcentaje entre el -1% y el -1,4%. Una diferencia que no afecta al *sentido* de la evolución económica, en la que todos coinciden, y que tiene su raíz en una diferente valoración del crecimiento económico registrado en 1992, año base de la comparación.

Existe también un general acuerdo en que en el tercer trimestre de 1993 se ha producido una menor intensidad en la evolución decreciente del PIB -algo que se refiere habitualmente con la expresión de que la economía "ha tocado fondo"- que sin dejar de tener signo negativo, inicia una clara desaceleración en su trayectoria.

2ª Los datos sobre el desplome de las inversiones -sin duda el síntoma más grave de la actual coyuntura- muestran una caída particularmente intensa en bienes de equipo y material de transporte.

Los índices de inversión no permiten pronosticar con alguna base cierta el comportamiento futuro de esta importante variable, aunque también en este terreno, el índice de inversión aparente que elabora el BBV, la matriculación de vehículos y la inversión en construcción, parecen apuntar hacia una moderada desaceleración en la tasa de decrecimiento de la formación bruta de capital.

3ª El año 1993, ha aportado, por vez primera en la historia económica reciente, una reducción del consumo privado.

De una parte los efectos negativos del aumento del paro sobre la renta disponible, de otra, la inseguridad y pesimismo de las expectativas económicas familiares que las encuestas detectan, han generado una reducción del consumo, especialmente en los bienes de consumo duradero, y un correlativo aumento de la tasa de ahorro que, en buena medida, refleja una tendencia familiar a reducir su elevado nivel de endeudamiento, y sobre todo un comportamiento basado en la cautela y en la precaución ante la inseguridad con que las familias valoran su futuro económico.

Ese fenómeno nuevo en el comportamiento de la economía española que significa la caída en el consumo privado cuya magnitud se sitúa entre el -0,9% y el -2,4% (según las estimaciones oficiales y privadas), unida al importante retroceso de las inversiones, dan como resultante, la mayor reducción de la historia reciente, de la *demanda interna* española (-2.8% según la estimación oficial y -3.5 según la estimación de la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros).

4ª Naturalmente, la reducción de la producción y de la demanda interna, ha generado inevitablemente una caída del empleo (-4.3% en 1993) y aumento del paro cuya tasa sobre la población activa se situaba, en el tercer trimestre de 1993, en su cota más elevada (23%). La reducción del empleo que la difícil situación económica comporta, se ve amplificada en sus efectos sobre el paro, por el aumento de la población activa y los factores estructurales que condicionan la escasa flexibilidad del mercado español de trabajo.

5ª La persistencia de un déficit público creciente (-7,2% del PIB según estimación oficial que las previsiones de la Fundación FIES eleva al 7,6%) que hacen caminar a la tasa de endeudamiento público hacia valores que bordean peligrosamente (54,4% del PIB) el límite del 60% del PIB establecido en los acuerdos de Maastricht, constituye el quinto pasivo del balance de la economía española.

Situación de déficit permanente y acentuado que, al margen de otras consideraciones, está teniendo graves consecuencias para la financiación de la economía española. Pese al aumento global de las disponibilidades líquidas registrado en 1993, el flujo de crédito al sector privado se ha reducido. La creciente morosidad financiera de las empresas y la política de saneamiento seguida por las instituciones financieras están condicionando que la mayor parte del aumento de las disponibilidades líquidas tengan como contrapartida la demanda de liquidez del sector público y del exterior, cuya materialización -en el sector exterior- es una creciente adquisición de títulos públicos, elevando sustancialmente el volumen de la deuda pública española en manos de no residentes.

CUADRO NUM. 1
LA HERENCIA DE 1993

PARTIDAS DE ACTIVO

PARTIDAS DE PASIVO

- | | |
|---|--|
| <p>1. Recuperación de las exportaciones de mercancías (12%); disminución importaciones de mercancías (-3.5%)</p> <p>2. Reducción del déficit Balanza de Pagos por c/c (2.2% PIB frente a 3.2% PIB en 1992)</p> <p>3. Mejor comportamiento de la inflación (4.9% frente a 5.3% en 1992) pero sobre todo inflación subyacente (5% frente a 6.8% en 1992) por variación inflación servicios (6.7% frente a 10.7% en 1992). Deflactor del PIB que recoge el comportamiento de los factores internos con comportamiento más positivo que IPC (4.5% en 1993, frente a 6.5% en 1992).</p> <p>4. Descensos importantes en tipos de interés y tipo de cambio realista de la peseta.</p> <p>5. Detención del proceso de deterioro de los excedentes empresariales por moderación Coste Laboral Unitario, ajuste negativo del empleo (con el consiguiente aumento de la productividad), y reducción de los tipos de interés.</p> | <p>1. Recesión compartida con CE aunque, más <i>importante</i>, discutida en su cuantía (-0.8% M.E. y H; Estimaciones privadas: -1.4% / -1%). Ha tocado fondo en III Trimestre 1993.</p> <p>2. Dato más grave: Caída inversión (-7.8% M.E. y H; Estimaciones privadas: 9.9% / -9.4%). Especialmente intensa en Bienes Equipo y Material Transporte (-13.1% M.E. y H; Estimaciones privadas: -16.3% / -15.2%). Menor caída en construcción (-4.5% M.E. y H.; Estimaciones privadas: -6.6% / -5.8%).</p> <p>3. Caída en consumo privado (-0.9% M.E. y H; Estimaciones privadas: -2.4% / -2%), dato nuevo de 1993.</p> <p>4. Descenso en el empleo (-4.5%) y aumento del paro (23.7%)</p> <p>5. Déficit público en aumento (-7.6% del PIB) y Deuda Pública (54.4% PIB).</p> <p>6. Crecimiento de salarios (6.6%) superior al IPC (4.6% media año). Aumento coste laboral unitario por persona de 3.9% en 1993, con descenso sobre 1992 (7.8%) por aumento en desempleo.</p> |
|---|--|

El déficit público une así a sus negativos efectos directos sobre la economía interna, importantes perturbaciones derivadas de su proceso de financiación, dificultando la reducción de los tipos de interés -que continúan siendo comparativamente elevados en España- y amenazando la estabilidad deseable del tipo de cambio.

6ª El crecimiento de los salarios en 1993 ha continuado siendo, pese a la tónica recesiva, superior en dos puntos al del IPC.

El coste laboral unitario por persona ha seguido creciendo en 1993, si bien las ganancias de productividad que el ajuste del empleo ha aportado a las empresas, han permitido una reducción significativa, pero costosísima en la trayectoria creciente del CLU (7,8% en 1992; 3,9% en 1993).

Estos seis pasivos que configuran la herencia que recibe el ejercicio 1994, muestran que la economía española padece una recesión cíclica, con dos rasgos particularmente anormales:

a) La intensa y amplificada repercusión sobre el empleo, fruto de la segmentación y rigideces que caracterizan nuestro mercado de trabajo.

b) Los negativos efectos que el elevado y persistente déficit público transmite hacia la financiación de la economía que se traducen en elevados tipos de interés, dados sus altos niveles de partida, pese a los esfuerzos de reducción de la autoridad monetaria (5 puntos en los últimos doce meses).

Frente a esos elementos negativos de la evolución económica reciente, cinco activos cabe computar en el balance de situación del año 1993:

1º El excelente comportamiento del comercio exterior. Las exportaciones se han recuperado claramente (con tasas de crecimiento del 12%) lo que demuestra dos cosas: la primera es la capacidad de respuesta de la economía española al estímulo de la demanda externa. La segunda es que, a la vista del crecimiento global del comercio mundial -que ha estado en torno al 3%- las exportaciones españolas han ganado cuota significativa de mercado.

También el comportamiento de las importaciones es positivo puesto que se han reducido en un 3,5% respecto al año anterior. Una contención de importaciones que no sólo refleja la debilidad de la demanda interna, sino también los beneficiosos efectos de partir de un tipo de cambio realista de la peseta, que ha situado los precios de las importaciones en niveles que han obligado a la reducción de su disparatado valor de años anteriores, fomentado por el tipo de cambio sobrevaluado de la peseta.

2º Ese mejor comportamiento del comercio exterior, se ha traducido en una reducción considerable (de un punto del PIB) en el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente.

El flujo de financiación exterior en la economía española se ha situado en 1993 en un 2,2% del PIB (frente al 3,2% de 1992). Un hecho importante que refleja las menores necesidades de financiación de nuestra economía por el efecto combinado de la caída de las inversiones y el aumento de la tasa de ahorro familiar.

3° Una tercera línea de mejora económica registrada en 1993, es la evolución de la tasa de inflación. Un activo discutido cuya correcta interpretación es necesaria.

Esa interpretación correcta obliga a considerar el IPC, no tanto en sus cifras agregadas y totales sino en los comportamientos de sus elementos *componentes*. En efecto, es evidente que el IPC arroja un resultado insatisfactorio aunque levemente positivo, tan leve como son las cuatro décimas de punto en que mejora respecto de sus resultados en 1992 (4.9% frente a 5.3%). Un IPC que sobrepasa también en cuatro décimas a las previsiones del Gobierno.

Sin embargo, tres mejoras claras arroja el IPC de 1993 sobre sus componentes respecto a 1992. La *primera* de esas mejoras del IPC 93 se registra en el importante concepto de la inflación subyacente (inflación total menos las variaciones de los productos alimenticios no elaborados y los energéticos) que marca la tendencia de la inflación a plazo medio. Pues bien, el valor de la inflación subyacente en 1993 se cifra en un aumento del 5% frente al 6.8% en 1992, con la ganancia de 1.8 puntos. En *segundo lugar* debe destacarse la reducción experimentada en la tasa de crecimiento de los precios del sector servicios (6,7 en 1993 frente a 10,7 en 1992), uno de los reductos persistentes de alta inflación que parece haber flexionado en 4 puntos porcentuales, aportando así un factor importante de esperanza para la moderación de las tensiones inflacionistas dado el elevado peso que el sector de servicios tiene en la economía nacional. En *tercer lugar*, es preciso destacar, que la moderación inflacionista de 1993 modesta pero significativa, tal como los datos la recogen minusvalora en alguna medida, su significación real por los efectos inducidos de la depreciación de la peseta sobre los precios de los bienes importados. La reducción de precios netamente internos, que puede medirse a través del deflactor del PIB (que ha pasado del 6,5% en 1992 al 4,2% en 1993), muestra una caída más intensa y prometedora.

Es evidente, con todo, que la inflación española continúa manteniendo un diferencial con la media de los países comunitarios que es preciso eliminar para mejorar la competitividad de nuestra economía y lo es también que esa mejora en el índice general y sus componentes se ha logrado con una profunda recesión de la economía española, lo que suscita la duda y el temor razonables de su continuidad en el momento en que la demanda interna alentara su fuerza positiva, lo que sería previsible si la recuperación económica adquiriera más intensidad en el futuro, superando las vacilaciones y el carácter incipiente con el que hoy se configura.

4° La menor presión de la demanda, y la política seguida por el Bundesbank, han permitido a las autoridades monetarias españolas practicar importantes reducciones en los tipos de interés y la adopción de una nueva rebaja, esta vez unilateral del Banco de España el día 25 de enero (0.25 puntos). Estas reducciones de los tipos de interés se han transmitido al sistema económico por las instituciones y mercados financieros -con menos retrasos y demoras de las que a veces se afirma- lo que puede contribuir, si el marco de expectativas mejora, a un necesario impulso de la inversión empresarial.

Por otra parte, el mantenimiento de un tipo de cambio más realista de la peseta, aporta un apreciable factor de estabilidad a los intercambios exteriores, alejando los peligros e incertidumbres que siempre se derivan del mantenimiento artificial de una cotización elevada de la peseta sin soporte en los fundamentos de la economía real.

5° Las características económicas descritas y, en particular, el duro ajuste del empleo, la reducción de los tipos de interés y la moderación en el crecimiento de los costes laborales unitarios, permiten estimar que se haya producido en 1993 un saneamiento de la comprometi-

da situación de las empresas con detenimiento -o tal vez ligera mejoría- en el proceso de deterioro de los excedentes empresariales, lo que constituye el punto de partida necesario, aunque no suficiente, para reemprender la recuperación indispensable del proceso de inversión empresarial.

Arriesgando un pronóstico para 1994.

A partir de la valoración de la herencia recibida de 1993 y de las diferencias de nuestra estimación de la misma, con respecto a los valores oficiales que se precisan en el Apéndice de este trabajo, cabría preguntarse por la suerte del año de 1994, si las tendencias con las que el año empieza se confirmaran en los meses próximos.

Ese riesgo del pronóstico de 1994 lo ha asumido el Ministerio de Economía y Hacienda al elaborar los presupuestos para el año actual. Ese pronóstico oficial estima el crecimiento esperable de la economía española -como antes se ha indicado- en el 1.3% del PIB.

Crecimiento que se basa en la recuperación de la inversión en capital fijo que deberá crecer el 1,5 %, especialmente por el aumento de la inversión en construcción que se espera aumente en el 2,2%. El consumo privado (0,1%) y la inversión en equipo y material de transporte (0,2%) se mantendrá prácticamente en los niveles de 1993. La mayor expansión exportadora de bienes y servicios promoverá una aportación neta de 1,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. La demanda nacional, en su conjunto, tendrá una aportación mínima del 0,1%. Es decir, que el crecimiento oficial previsto descansa sobre el comportamiento esperado en el sector exterior.

Nuestra estimación, aún manteniendo un nivel de crecimiento paralelo a la estimación oficial, prevé un aumento del PIB en 1994 de sólo el 0,5%, todo ello a consecuencia de partir de una posición más baja en 1993 (tal como se justifica en el Apéndice que acompaña a este artículo), pero manteniendo una senda de crecimiento suave a lo largo del año. Mientras que la estimación oficial cerraría el cuarto trimestre de 1994 con un crecimiento del 1,7 por cien, la nuestra lo situaría en un nivel menos intenso del 0,9 por cien.

Ese menor crecimiento previsto para 1994 estaría avalado por diferentes factores. En primer lugar por una menor recuperación del consumo privado que, frente al crecimiento de 0,1 previsto oficialmente, no alcanzará, en nuestra estimación valores positivos, situándose en -0,4 por cien, aunque con una sustancial mejora respecto a sus valores en 1993 (-2,4%). El comportamiento negativo previsible del consumo en 1994, se fundamenta en un menor crecimiento de la renta familiar disponible y en la permanencia de la elevada propensión familiar al ahorro que ha dominado en 1993.

Por otra parte, la inversión total agregada podría recuperarse en 1994, según nuestra opinión, de sus negativos valores en 1993. La cifra estimada de su crecimiento sería 0,7% (frente a 1,5% de la estimación oficial), con un comportamiento muy diverso en sus elementos componentes, ya que mientras parece posible un crecimiento positivo en construcción del 1,8 por cien (2,2 según la estimación oficial), no parece fundamentado que la inversión en equipo y material de transporte con un comportamiento muy negativo en 1993, los altere tan sustancialmente como indica la previsión oficial (0,2%). Un comportamiento negativo en torno al 1,7%, parece más acorde con la profunda caída de la inversión en equipo y material de transporte en 1993 (-13,1% según estimación oficial, -16,3% según nuestra propia estimación).

Ambos pronósticos, el oficial y, de forma más gradual, el que nosotros ofrecemos, apuntan hacia una moderada recuperación de la economía española. Es preciso reconocer que los dos pronósticos comportan un elevado grado de incertidumbre, tanto por el retraso de los datos disponibles -aún nos movemos con datos incompletos de 1993- aunque los indicadores económicos parciales parecen avalar el inicio de una recuperación vacilante e incipiente para 1994, como por la dificultad añadida que todo pronóstico entraña en las fases de cambio de coyuntura.

La consolidación de ese crecimiento aún incipiente que los indicadores permiten percibir, depende del comportamiento de algunas variables claves.

Por una parte, del sector exterior. Si el crecimiento económico en los países europeos, y en especial en Alemania, fuera más intenso de lo que las actuales estimaciones apuntan -cosa que podría ocurrir si se confirma la continuidad de los buenos resultados sobre el control de la inflación en Alemania, de forma que permitiera una adicional reducción de tipos de interés- y si continúa el crecimiento, mayor que el esperado, en la economía de Estados Unidos, la reacción de las exportaciones españolas permitiría anidar la esperanza de un crecimiento económico más intenso.

Por otra parte, desde el punto de vista interno, los resultados del 94 pueden mejorar si se emprenden las acciones encaminadas a consolidar los activos de ese balance figurado, que constituye la herencia de 1993.

La efectividad del pronóstico de recuperación para 1994 que aquí se formula, y su consolidación para años sucesivos, se basa en la existencia de un diagnóstico compartido sobre los males que aquejan a nuestra economía, y en la decidida actitud de la sociedad y la política económica españolas de abordar su solución. Unos problemas que más allá de sus manifestaciones cíclicas, tienen un fundamento estructural que reclama librar la batalla, para su solución, en el terreno de la competitividad. Un punto de vista que hemos venido manteniendo reiteradamente desde la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros, tanto desde las páginas de Papeles de Economía Española (vid., por ejemplo, el número 56 de 1993) como de "Cuadernos de Información Económica".

Sólo la actuación en los diferentes escenarios que condicional la competitividad de la economía, permitirá superar la crisis actual y lograr la tasa de crecimiento económico que hoy se ve posible en el horizonte de 1994.

UNA POLITICA ECONOMICA PARA SUPERAR LA RECESION.

La economía española afronta, pues, el año 1994 desde una situación recesiva cuyo diagnóstico es indispensable para su tratamiento. Ese diagnóstico no puede olvidar un hecho capital y es éste el de que no resulta posible superar la recesión económica actual y lograr la recuperación de las economías nacionales sin mejorar las condiciones de competitividad de sus producciones. De modo, que la recesión actual no es una recesión cíclica simple de la que pueda salirse con una expansión del gasto impulsada por medidas de política monetaria y fiscal. Reclama la puesta en práctica de una compleja política de competitividad que actúe simultáneamente en los múltiples escenarios en los que se decide la competitividad real de las producciones de una economía y cuya aplicación condiciona el futuro de la economía española en 1994 y años sucesivos.

Esa política de competitividad acentúa la importancia de actuar en seis direcciones para la mejora de la situación económica:

I. En la de la estabilidad económica. Los precios internos deben acompasar su marcha en relación a precios exteriores. España padece una inflación *diferencial* con la CE (1,7 puntos respecto a la media general de los países de la CE; 3,4 puntos respecto a los tres países con mejor inflación de la CE). Este comportamiento perjudica a la competitividad y tiene un primer y doble componente básico: a) la *laxitud* de la política presupuestaria que no ha sido capaz de controlar el crecimiento del gasto público, causante de un déficit y un endeudamiento públicos continuados y, b) el abandono a una política monetaria *estricta* de las tareas de estabilización que ha realizado su función elevando los tipos de interés. Esa combinación ha ocasionado un coste importante (tipos de interés elevados con efectos negativos sobre la inversión, las exportaciones y las infraestructuras públicas) y no ha resultado eficiente para estabilizar los precios internos. Por otra parte, el *tipo de cambio de la peseta* se ha sostenido en niveles elevados (por los crecidos tipos de interés impuestos por la política monetaria ante el abandono y laxitud de la política presupuestaria). Las tres devaluaciones de la peseta han corregido el tipo del cambio pero no se ha alterado la composición de la política macroeconómica (política *laxa* presupuestaria y *rígida* política monetaria) con lo que la inflación *diferencial* puede ser continua.

II. El segundo escenario que decide la competitividad de una economía es el de las actuaciones tendentes a evitar la elevación de los costes relativos de los factores de producción. La posición española es desfavorable en los mercados de trabajo y en los mercados financieros. La *reforma del mercado de trabajo* constituye una pieza fundamental para ganar competitividad de nuestras producciones. Una tasa de paro del 22% hoy -y nunca inferior en el pasado inmediato al 15% de la población activa-, no impide que los salarios monetarios aumenten a un ritmo superior a los países CE lo que impulsa el aumento del coste laboral unitario. Esos crecimientos excesivos de salarios y costes laborales unitarios generan inflación, cercenan la competitividad de nuestras producciones, fomentan la sustitución de trabajo por capital y se convierten en un factor creador de desempleo. Las reformas del mercado de trabajo son indispensables para ganar competitividad y abarcan un conjunto amplio de decisiones.

Las características del mercado laboral español que condicionan una evolución creciente de los salarios (la mayor de los países comunitarios), unas indemnizaciones elevadas por despido y una estricta regulación de sus causas- fruto de un esquema caduco de relaciones laborales- están en la raíz de la elevada tasa de paro de nuestra economía, porque sitúan a la sociedad española en peores condiciones competitivas y con menores atractivos para la inversión propia y extranjera que aquellos otros países con costes laborales más reducidos y con normas menos rígidas de contratación y despido.

Seguramente una actuación sindical reflexiva debería centrarse más en prevenir, por la vía de la negociación y el diálogo, los posibles abusos y disfunciones que la reforma del mercado laboral pudieran comportar, que a combatir la reforma en sí misma, cuya materialización a la luz de las exigencias de la competitividad, el crecimiento económico y la generación de empleo, parece a todas luces imprescindible.

Por otra parte, los mercados financieros arrojan unos tipos de interés excesivos y carencia de fondos para la financiación a largo plazo. Dos datos que obligan a revisar las políticas de ahorro del país, el coste elevado de la intermediación financiera y a reducir el pesado fardo del déficit público. Reformas todas ellas importantes para ganar competitividad.

III. Un mercado muy amplio que afecta adversamente a la competitividad de la industria es el de los servicios cuyos elevados precios originan nuestra intensa inflación *dual* y ocasionan pérdidas de demanda de los bienes comercializables (básicamente los industriales). La introducción de la competencia en los mercados de servicios y la defensa de la competencia constituyen dos actuaciones inevitables para poder competir.

IV. La eficiencia del Sector Público es una condición importante de la competitividad. El Sector Público administra hoy prácticamente un 50% del PIB en España (su simple cuantía indica la resonancia de sus actuaciones). Mejorar la productividad del Sector Público reclama un conjunto de actuaciones orientadas en cuatro direcciones distintas:

a) Las dirigidas a aumentar la eficiencia real del gasto mejorando las condiciones de su gestión.

b) Creación de una red organizada de infraestructuras que reduzcan los costes de las empresas y aumenten las oportunidades de la inversión privada y el comercio.

c) Eficiencia de las empresas públicas con programa de privatización.

d) Evitar la actual beligerancia del sistema fiscal a favor del consumo y en contra del ahorro y de las inversiones arriesgadas.

V. La competitividad perdida por la economía española se fundamenta asimismo en las deficiencias de la política tecnológica, en las carencias del capital humano y en las insuficiencias del capital comercial.

VI. La competitividad de nuestras empresas obliga a considerar el problema en el área empresarial concediendo una importancia decisiva a la diferenciación del producto y a la segmentación de los mercados por parte de las empresas para aprovechar diferencias de costes, demanda y precios en beneficio de la estrategia de diversificación del producto.

1994. UN AÑO DECISIVO.

El ejercicio de 1994 se configura así como un año decisivo por cuanto resulta indispensable mejorar la competitividad de la economía española para beneficiarse del modesto alivio económico que va a registrarse en los países de la OCDE y de la CE. Consolidar los cortos activos heredados de 1993, aunque sin duda mejores que los que 1993 heredó de 1992, constituye un objetivo prioritario: mantener la competitividad que favorezca la continuidad de la expansión de las exportaciones y mejorar el saldo de la balanza de pagos. Este objetivo desplaza sobre la estabilización de precios y costes el centro de atención de la política económica. Mejora de

precios y costes que reclama, a su vez, la práctica de reformas estructurales de las que depende su consecución:

a) Política presupuestaria con control del crecimiento del gasto público y del déficit que reduzca la presión sobre el gasto nacional procedente del comportamiento del sector público y sobre los recursos financieros de forma que permita continuar la reducción de los tipos de interés.

El Presupuesto para 1994, aunque expansivo, representa un esfuerzo de economicidad respecto a 1993 que exige una extraordinaria disciplina sobre el gasto público que, hasta ahora, no ha existido en la hacienda española.

Una parte decisiva de la suerte del 94 está indisolublemente asociada a las cifras del gasto público y del déficit. Todo lo que no sea cumplir rigurosamente las previsiones establecidas, resta credibilidad al comportamiento público y reduce las posibilidades económicas de 1994.

b) Reformas ya programadas en el mercado de trabajo para ganar flexibilidad que favorezcan los costes laborales unitarios y el empleo. Reformas que son indispensables, sobre las que existe acuerdo técnico y prácticamente un consenso político.

Todas las reformas institucionales tienen su tiempo y, parece claro que ésta es la hora de la reforma del mercado de trabajo que, por otra parte, tal como ha sido planteada por el gobierno no implica cambios radicales, se basa en juicios de mínimos que pueden concitar -y de hecho lo hacen- una amplia aceptación.

Orillar esas necesarias reformas sería defraudante para la sociedad y no contribuiría precisamente a aportar optimismo a las perspectivas para 1994.

c) Liberalización y competencia en los mercados de servicios causantes de la inflación diferencial española. Es cierto, tal como ya se ha expuesto que en 1993 se han registrado mejoras en la evolución de los precios de los servicios, pero, en buena medida, tales mejoras son una consecuencia directa de la recesión que vive la economía española.

La reforma de fondo que rompa con las múltiples rigideces que afectan a los servicios en España está por hacer.

El Tribunal de Defensa de la Competencia ha denunciado reiteradamente la extensa gama de factores -muchas veces con origen en el propio sector público- que impiden la penetración de la competencia en los mercados de servicios. No se entiende el tremendo retraso en abordar estas reformas y la falta de decisión que evidencian. Los hechos están ahí, son conocidos y han sido insistentemente denunciados; abórdense, en hora buena, los cambios necesarios y evítese la acumulación de indecisiones que sólo retrasan lo inevitable.

Estas tres líneas de reforma son *indispensables* por cuanto afectan a factores claves de la competitividad española, y son *urgentes* en su tratamiento para que la economía española pueda beneficiarse de la consolidación y eventual acentuamiento de las aún incipientes muestras de mejora en la economía europea.

Sin embargo, la política económica ha de practicar esas correcciones globales y actuaciones estructurales en un ambiente de escepticismo, de expectativas pesimistas y de abierto enfrentamiento entre los agentes sociales y el gobierno. La incertidumbre que esta situación crea, introduce en el panorama social español, una vez más, un claro conflicto entre el *tiempo político* -plagado de interrogantes asociados a factores muy diversos que van desde los efectos finales de la huelga general hasta el ambiente de división y enfrentamiento que está precediendo a la celebración del congreso del partido socialista pasando por ciertos hechos que crean incertidumbre en el sistema financiero- y el *tiempo económico*.

Los acontecimientos que hoy pueblan el panorama político español, el clima de disenso y confrontación que transmiten, asfixian las grandes oportunidades que España tiene, dejando abiertas sólo parte de las vías por las que cabe esperar que penetren los aires de recuperación económica, introduciendo serias dudas sobre la posibilidad de que ese crecimiento potencial de la economía española se convierta en crecimiento real en los próximos meses.

La economía española tiene, por tanto, una clara potencialidad de crecimiento futuro cuya materialización reclama la adopción de las necesarias medidas y el tiempo necesario para su efectividad. La experiencia demuestra que esos dos factores han generado siempre a lo largo de nuestra historia una respuesta positiva de los agentes económicos. Sería, en esta coyuntura, una irresponsabilidad no adoptar el cuadro de medidas que las circunstancias demandan, o escatimar el tiempo necesario para permitir que la notable capacidad de crecimiento de nuestra economía se materialice.

La economía española es una economía joven, con capacidad para lograr un crecimiento intenso, que es posible y deseable, pero los factores políticos y sociales hacen la recuperación comprometida. Sería bueno para nuestro país que el compromiso y el acuerdo entre quienes hacen comprometida la recuperación del 94, ofrezcan una vía de acceder a un crecimiento económico sólido en el futuro.

Apéndice

CAIDA DEL PIB EN 1993 Y PREVISION PARA 1994

El Departamento de Estadística de la Fundación FIES de las Cajas de Ahorro, ha realizado una estimación de la evolución del Producto Interior Bruto en 1993, a partir de la triple óptica de la producción sectorial, la demanda agregada y la aportación espacial (Comunidades Autónomas). También una proyección para 1994 basada en las expectativas y tendencias de los indicadores coyunturales disponibles (indicadores reales y opiniones de los empresarios y consumidores).

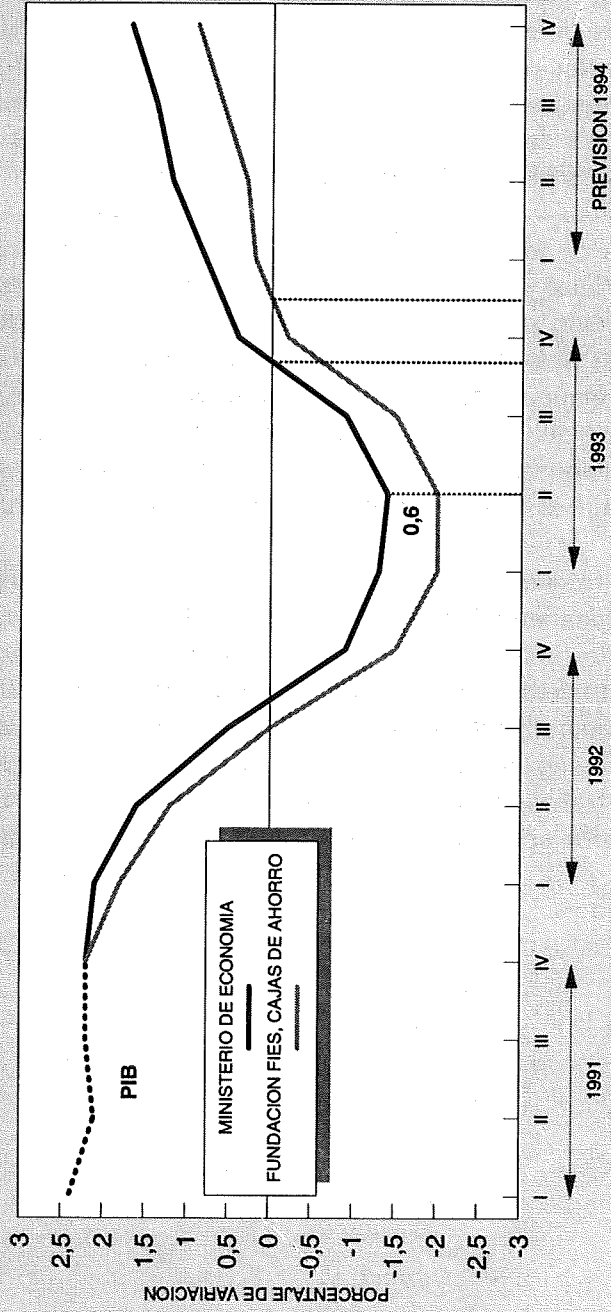
ESTIMACION DE LA EVOLUCION DEL PIB EN 1993.

Según la estimación realizada el Producto Interior Bruto en 1993, puede haber descendido el 1.4%, en términos reales, es decir, calculado a los precios constantes del año precedente. Dicha estimación difiere de la oficial que, hasta que el INE publique los resultados provisionales de la Contabilidad del cuarto trimestre, se sitúa en descenso del 0.8%. Como puede observarse en el gráfico que se inserta en este Apéndice, la discrepancia entre ambas estimaciones arranca de 1992, en cuyo año, con datos más precisos, el PIB de España sólo había aumentado el 0.4% frente al 0.8% estimado oficialmente. Discrepancia que resulta más alta en el último trimestre de 1992. Según nuestra estimación, el cuarto trimestre de 1992 acusó una caída considerable, registrándose descenso del 1.5% frente a igual trimestre de 1991. La estimación provisional de la Contabilidad Trimestral ha ido corrigiendo la tasa de variación del PIB en dicho trimestre, partiendo de una estimación inicial del -0.2%, hasta el -0.9%, que figura en los últimos resultados publicados (contabilidad del tercer trimestre de 1993).

A consecuencia de ello, la secuencia en la evolución del PIB trimestral de 1993 según nuestra estimación, se situará en torno a seis décimas por debajo de la última estimación oficial.

Con independencia del perfil trimestral del PIB en 1993, los indicadores disponibles sobre evolución del consumo privado y de la inversión real en capital fijo (construcción y bienes de equipo) apuestan por un mayor deterioro de la demanda interna. La variación en el consumo privado nacional se ha estimado oficialmente en una tasa decreciente de sólo el 0.9% en 1993. Sin embargo el comportamiento de la renta familiar disponible y la mayor propensión al ahorro mostrada por las familias, apuntan hacia una caída mayor del consumo privado, que, según nuestra estimación, se situaría en el 2.4%. El descenso de las ventas en grandes superficies comerciales, la importación de bienes de consumo, la matriculación de automóviles y el consumo de gasolina, muestran un descenso considerable del consumo privado en 1993, coherentes con la cifra de su crecimiento negativo en torno al -2%.

TASAS DE VARIACION INTERANUAL DEL PIB



AÑOS 1991 Y 1992: CONTABILIDAD TRIMESTRAL INI. AÑOS 1993 Y 1994 ESTIMACIONES MINISTERIO DE ECONOMIA Y FUNDACION FIES DE LAS CAJAS DE AHORRO

La formación bruta de capital fijo ha sido estimada por el Ministerio de Economía con descenso del 7.8% (4.5% decrecimiento en construcción y 13.1% en bienes de equipo y material de transporte). Los indicadores disponibles sobre el consumo de cemento, viviendas iniciadas y terminadas, empleo en construcción, importación de bienes de equipo, matriculación de vehículos de carga, disponibilidad de bienes de equipo y material de transporte de producción nacional (producción interna neta de exportaciones) apuestan por un mayor deterioro de la inversión real, concordante con la evolución del ahorro bruto empresarial (autofinanciación) y la del crédito privado otorgado por las instituciones financieras, destinado a la inversión en capital fijo. El balance de disponibilidad de bienes de equipo, elaborado por Previsión y Coyuntura, calcula descenso del 23.8% para el período enero-octubre.

Con independencia de la discrepancia en cuanto a la tasa de variación interanual del PIB, según la estimación oficial y la elaborada en esta Fundación de las Cajas de Ahorros, el perfil mostrado por la evolución del PIB guarda un gran paralelismo como puede observarse en el gráfico correspondiente que acompaña a este Apéndice. En nuestra opinión la caída del PIB en 1993 ha sido de seis décimas mayor que la estimación oficial, pero ha mantenido la diferencia en los cuatro trimestres, que sólo fue ligeramente más acusada en el primer trimestre. Según la estimación oficial (pendiente de los resultados del último trimestre), en el cuarto trimestre de 1993 se habrá logrado crecimiento positivo del 0.4% frente a igual trimestre de 1992.

En el tercer trimestre, según la estimación de la Contabilidad Trimestral, el PIB superó el del segundo trimestre en tasa anual del 0.3%. Dato que dio lugar a la opinión oficial de que la crisis económica había tocado fondo en el tercer trimestre del pasado año. Según nuestra estimación la recuperación de la tasa de crecimiento interanual positivo se estará dando en este primer trimestre de 1994, lo que supone retraso de un trimestre respecto a la estimación oficial (véase gráfico). Pero también, según nuestra estimación, en el cuarto trimestre de 1993 se registró crecimiento del 0.2% frente al tercer trimestre, calculado en tasa trimestral anualizada. Según nuestros datos la recesión económica habría tocado fondo en el cuarto trimestre del pasado año.

SITUACION Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

El interés que tiene otear el horizonte de la economía española, de lo que pueda ser su futuro inmediato a lo largo del ejercicio, recién iniciado, de 1994, ha llevado a "Cuadernos de Información Económica" a solicitar de tres destacados expertos analistas de la coyuntura económica sus opiniones sobre los resultados del año 1993, punto de partida inexcusable del presente, y sus personales juicios y estimaciones sobre el comportamiento que cabe esperar en 1994 en algunas variables económicas claves.

"Cuadernos" desea agradecer las respuestas de Juan José Laborda, Director General de Previsión y Coyuntura del Ministerio de Economía y Hacienda, de Juan José Toribio, Secretario Técnico de la Caja de Pensiones de Barcelona y de Luis Angel Lerena, Director General Adjunto del BBV, al cuestionario tentativo que les fue sometido.

Las preguntas han sido:

1. *¿Cuáles cree Vd. que son los rasgos económicos básicos correspondientes al cierre del ejercicio 1992? ¿Coincide con la idea de que la economía española "ha tocado fondo"? ¿Qué significación otorga a este hecho?*
2. *De cara a 1994, ¿cuál cree Vd. que será la evolución del PIB en España? En particular, ¿cómo estima que será el comportamiento de la producción industrial?*
3. *¿Qué papel considera Vd. que está jugando el comercio exterior en la situación actual y en el futuro inmediato de la economía española?*
4. *Respecto a las variables claves de la demanda nacional, ¿cómo valora la evolución de la inversión privada? ¿Y la del consumo familiar?*
5. *¿Cree Vd. que es significativa la moderación experimentada por el crecimiento del IPC? ¿Cuáles son sus causas? ¿Cabe esperar la continuidad de ese proceso?*

Se afirma, a veces, que los pronosticadores económicos suelen moverse -como los esquimales dentro de sus reducidos habitáculos- a la vez y en el mismo sentido. No cabe duda de que existe una amplia coincidencia entre las opiniones manifestadas por los expertos encuestados por "Cuadernos"; sin embargo, la lectura atenta de sus contestaciones, que el lector encontrará en las páginas que siguen, le permitirá extraer matices y reflexiones valiosas para formar su propio juicio sobre la actual coyuntura económica.

Angel Laborda Peralta

1. Rasgos básicos de 1993.

El año 1993 se ha caracterizado por dos rasgos básicos. En primer lugar, ha sido un año de recesión, con todas las consecuencias de una tal coyuntura, como la caída del PIB y de las rentas en general, retroceso del empleo, dificultades para las empresas, que se manifiestan en suspensiones de pagos y quiebras, etc. Pero, junto a esto, puede decirse que el pasado año no ha sido un año perdido del todo, pues en él se ha producido -y éste sería el segundo rasgo básico- un saneamiento importante de la economía española que constituye una base sólida para que la nueva fase de recuperación vaya consolidándose a lo largo del presente año.

A este respecto, puede decirse que la recesión tocó fondo hacia mediados del pasado año y que, como muestran los indicadores disponibles de forma casi generalizada, en los meses más recientes se ha producido ya una cierta reactivación de la actividad productiva. En síntesis, el punto de inflexión entre la fase descendente del último ciclo económico y la fase ascendente del nuevo ciclo ya se ha producido.

2. Perspectivas de crecimiento para 1994.

El PIB ya ha comenzado a crecer en términos intertrimestrales durante la segunda mitad de 1993, basado fundamentalmente en una importante contribución positiva de la demanda externa neta y en una desaceleración de la caída de la demanda interna. Esta tendencia debería continuar a lo largo de 1994. La previsión es que la demanda interna se estabilice, en términos intertrimestrales, durante el primer trimestre del presente año y que recupere un ritmo de crecimiento moderado a lo largo del mismo. Aún así, su crecimiento en media anual será prácticamente nulo. En cuanto al sector exterior, la recuperación prevista de los mercados exteriores, según apuntan los organismos internacionales, la mejora de la competitividad derivada de las devaluaciones de la peseta y las buenas perspectivas para el turismo, deberían posibilitar un crecimiento de las exportaciones similar al estimado para 1993, es decir, en torno a un 8,5%. Las importaciones, por su parte, también deberían recuperar una tasa positiva de crecimiento, pero en todo caso notablemente inferior a la de las exportaciones. Con ello, en 1994 se producirá una nueva aportación positiva, del orden de 1,3 puntos porcentuales, del saldo exterior al crecimiento del PIB, que es todo lo que se espera que crezca éste durante el presente año.

En el contexto general descrito, el sector industrial debería ser uno de los que experimentasen una recuperación más acusada, dado que en él el peso de la demanda externa es mayor. El índice de producción industrial podría registrar tasas interanuales de crecimiento positivas ya en los últimos meses de 1993 y continuar esta tendencia durante el presente año, en el que su crecimiento medio no debería ser inferior al 3-4%.

3. Papel del comercio exterior.

Como en todas las fases recesivas y de ajuste de la economía española, el comercio exterior ha jugado un papel fundamental en el sostenimiento de la actividad productiva. Durante 1993 y como consecuencia de los cambios introducidos en el sistema de recogida de datos tras la

implantación del Mercado Unico la información sobre comercio exterior ha podido perder, como ha ocurrido en todos los demás países de la UE, algo de calidad, haciendo más difícil la estimación de la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB. Nuestra estimación es que la misma ha aportado 2,7 puntos porcentuales a dicho crecimiento, que es una cifra superior a la que se produjo en los años 1983 y 1984, tras la devaluación de la peseta de diciembre de 1982.

Como ya se ha señalado, esta aportación se reducirá a la mitad en 1994, para desaparecer en cuanto el ritmo de crecimiento de nuestra economía iguale o supere el ritmo de crecimiento potencial, lo cual no cabe prever hasta 1996. En todo caso, esta aportación positiva durante los dos próximos años debería obtenerse a partir de tasas de crecimiento de las exportaciones e importaciones superiores a las del resto de agregados del PIB, lo que significa que estamos previendo un aumento del grado de apertura de la economía española al exterior.

4. Evolución de la demanda nacional.

Durante los años de fuerte crecimiento la demanda nacional, es decir, el gasto de los españoles en consumo e inversión, creció muy por encima de los recursos generados en el interior del país, lo que se tradujo en la aparición de fuertes desequilibrios, tales como caída del ahorro, inflación o déficit exterior. Esta situación era insostenible, y la fuerte caída de la demanda interna durante el pasado año no es sino la consecuencia del necesario ajuste de la situación anterior.

Por lo que respecta al consumo privado, este ajuste se manifiesta en que su caída durante 1993, estimada en torno a un 2%, supera ampliamente a la que cabría esperar en función del crecimiento de la renta real de las familias (0,5%). Como consecuencia, se ha producido un aumento del ahorro de las familias de unos 2,5 puntos porcentuales de su renta bruta disponible. Ello, unido a la caída de la inversión, se habrá traducido en un aumento muy considerable de la capacidad de financiación de este sector y, por tanto, en una reducción también notable de su nivel de endeudamiento. Por consiguiente, están puestas las bases para que las familias vuelvan a reactivar sus gastos en consumo, para lo que es necesario fundamentalmente que las mismas mejoren su nivel de confianza, que actualmente está situado en unas cotas muy bajas. Puede preverse que la recuperación de esta confianza va a ser lenta inicialmente (el paro va a seguir creciendo durante 1994), por lo que no cabe esperar una recuperación de cierta intensidad en el consumo hasta la segunda mitad de 1994.

Respecto a la inversión privada, su fuerte caída en el último año, especialmente profunda por lo que respecta a la inversión en bienes de equipo, se explica por el retroceso de la demanda, el fuerte empeoramiento de los resultados de las empresas y el hundimiento de las expectativas que se produjo tras la crisis del Sistema Monetario Europeo en el verano de 1992. Todos estos factores están mejorando claramente en los meses más recientes, destacando la mejora de los resultados de explotación como consecuencia del fuerte ajuste -fundamentalmente de los costes laborales vía recorte de plantillas- llevado a cabo por las empresas y del restablecimiento de unos niveles de competitividad adecuados tras la devaluación de la peseta. Es decir, también en el ámbito de las empresas se ha producido el saneamiento previo a las fases de recuperación. Si a ello se unen las posibilidades creadas con la reforma del mercado laboral, la bajada de los tipos de interés, la moderada reactivación de la demanda final y un mejor contexto internacional, hay argumentos suficientes para esperar un despegue de la inversión. En todo caso, hay que señalar, como condición necesaria para que este despegue prosiga y se consolide en los próximos años, la necesidad de mantener o mejorar la competitividad de la economía española, lo cual requiere,

entre otros factores, acompasar el crecimiento de nuestros costes laborales al del resto de los países de la UE.

5. Precios.

La moderación de la inflación a lo largo de 1993 cabe calificarla de significativa, aunque insuficiente. Más allá de la reducción de cuatro décimas de punto porcentual de la tasa anual de crecimiento del IPC: total a lo largo del año, el proceso desinflacionista hay que valorarlo analizando la inflación subyacente (IPC sin energía y sin alimentos no elaborados), que se ha reducido 1,8 puntos. Cabe añadir que esta reducción aún habría sido más intensa sin los efectos de la depreciación de la peseta. Así, el deflactor del PIB, que mide exclusivamente la inflación generada en el interior de una economía, excluyendo la inflación importada, se ha reducido en media anual desde un 6,5% en 1992 a un 4,2% en 1993. Estas tasas de inflación son históricamente bajas para la economía española y tienen su origen en el amplio *output gap* (diferencia entre el PIB potencial y el observado) que en estos momentos registra la economía española. No obstante, y aunque sean tasas históricamente bajas, hay que señalar que son todavía muy elevadas respecto a las que registran los países de la UE menos inflacionistas, con los que estamos compitiendo sin ningún tipo de restricciones. Por ello, y teniendo en cuenta que en el futuro difícilmente se va a volver a poder utilizar el tipo de cambio como elemento compensador del diferencial de precios, la reducción de la inflación es vital para la economía española y así lo considera la actual política económica.

Durante el presente año, cabe esperar que el proceso desinflacionista continúe, aunque sólo sea por la desaparición del impacto de la depreciación de la peseta. Pero, en todo caso será muy difícil situar la inflación española a los niveles de los mejores países de la UE si no se reconduce el crecimiento de los salarios a los niveles que se dan en esos países y si no se llevan a cabo las reformas estructurales que el Gobierno piensa introducir para mejorar el funcionamiento de los mercados, especialmente en el sector de los servicios.

Juan José Toribio Dávila

1. Al término del ejercicio 1993 la situación coyuntural española viene caracterizada por un perfil claramente recesivo, como lo demuestra el hecho de que la tasa de crecimiento del PIB haya sido negativa durante cinco trimestres seguidos, la evolución desfavorable de la práctica totalidad de los indicadores de actividad, el pesimismo de las encuestas opináticas y, sobre todo, un índice de desempleo exageradamente alto. En contrapartida -y como cabía esperar- la economía muestra claros signos de moderación en los desequilibrios interno (nivel general de precios) y externo (balanza por cuenta corriente). Todo ello, en definitiva, responde a los canones típicos de una fase descendente del ciclo económico.

Es siempre difícil identificar el "fondo" de un fenómeno recesivo como el actual, pero, en mi opinión, cabe esperar una ligera recuperación en los próximos meses o, como mínimo, un

estancamiento de la situación en cuanto a actividad. No así en lo relativo al desempleo que, lamentablemente, continuará creciendo a lo largo de todo el ejercicio 94.

2. No me parece probable que el PIB experimente en 1994 un crecimiento real del 1,3%, como indica el Ministerio de Economía y Hacienda en el Informe Económico Financiero que acompaña a la presentación de los presupuestos generales del Estado. La mayoría de las previsiones elaboradas por el sector privado apuntan a una tasa de crecimiento algo inferior (entre el cero y el 0,5 por ciento), que juzgo más ajustada a la realidad. Sin embargo, en algún momento (quizá 1995) deben surtir efecto positivo los fuertes esfuerzos expansivos que se están realizando por vía monetaria en la gran mayoría de los países, si no resultan sofocados por la irresponsable actitud de los gobiernos en materia presupuestaria.

En cuanto a la industria, estimo que conviene introducir una cierta diferenciación. Los sectores industriales productores de bienes de equipo (en su sentido más amplio) continuarán posiblemente experimentando los efectos de la recesión. Otro tanto cabe pronosticar para los sectores que producen bienes de consumo duradero, en cuanto que el incremento del paro, las incertidumbres asociadas al mismo (que estimulan el ahorro familiar) y la moderación o caída previsible en los salarios reales no permiten esperar recuperación en su demanda. Sin embargo, los subsectores productores de bienes de consumo no duradero, la industria relacionada con la actividad constructora y -sobre todo- la de exportación pueden empezar a notar en 1994 un entorno algo más favorable que en el pasado inmediato.

3. En 1993 el saldo neto exterior ha supuesto una aportación positiva al crecimiento del PIB español, un fenómeno que no se registraba desde hacía nueve años. Para 1994 todas las estimaciones apuntan a una nueva contribución neta del sector exterior no inferior a la del año precedente.

Profundizando algo más en las cifras, debe admitirse, sin embargo, que este comportamiento neto favorable se ha debido más a una caída de las importaciones (asociada a la recesión interna) que a una reacción clara de la actividad exportadora. En efecto, la exportación de *bienes y servicios* parece haber crecido en 1993 en torno al 7,5%, una tasa no muy superior a la registrada en 1992 y posiblemente inferior a la de 1991, aunque debe advertirse que la exportación de mercancías ha registrado una tasa superior y que, en todo caso, las cifras de la balanza exterior de 1993 no son fácilmente comparables con las de años precedentes.

Las perspectivas exportadoras para 1994 parecen, en cualquier caso, más favorables. Este debe ser el ejercicio en el que la recuperación de la competitividad española supere el "efecto J" típico de todas las devaluaciones y ejerza un efecto pleno, no sólo sobre las exportaciones de bienes (ya claramente favorable en 1993) sino también en las de servicios.

4. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, cabe esperar cierta reacción del sector de la construcción, con tasas de crecimiento ligeramente positivas, al amparo de las fuertes licitaciones realizadas el año pasado y de una disposición menos negativa de la demanda de viviendas, cuyos precios se han acercado hacia los niveles de equilibrio de mercado.

En bienes de equipo, el desastre de 1993 (caída próxima al 15%) es difícilmente repetible. Después de cuatro años seguidos de recesión, la demanda de bienes de equipo y transporte ha alcanzado niveles tan bajos, que cuesta trabajo pensar en nuevas reducciones. No me parece improbable el crecimiento cero previsto por el Ministerio de Economía o incluso, un ligero ascenso, no superior al 1%.

Respecto al consumo familiar, ya he anticipado mi opinión, al comentar las perspectivas industriales. Insisto en que todo el escenario (evolución de la renta disponible) parece preparado para asegurar una continuación de la tendencia recesiva registrada en 1993, especialmente en bienes de consumo duradero. En conjunto, no parece fácil que el consumo privado pueda evitar en 1994 tasas de crecimiento negativas entre el 1 y 1,5 por ciento.

5. En mi opinión, no deberíamos ser pesimistas en cuanto a la evolución del nivel general de precios en España. Por primera vez en cuatro años, la tasa de inflación subyacente ha experimentado un descenso sustancial en 1993, a pesar de las elevaciones graduales y continuas en el tipo impositivo del IVA. Ha sido una lástima que este fenómeno de descenso del IPSEBENE haya venido acompañado de una tendencia alcista en los precios de los alimentos a nivel mundial, como consecuencia de las malas cosechas en países del área de América. De haber continuado con la tendencia en precios de alimentación vigentes a lo largo de 1992 y primeros meses del 93, la elevación del IPC hubiera sido inferior a la registrada en algo más de medio punto, lo que habría resultado más congruente con la etapa recesiva del ciclo español.

Para 1994 las perspectivas son favorables. Tanto el IPC como el propio deflactor del PIB deben registrar tasas de crecimiento inferiores (un punto en el primer caso y 0,5 en el segundo) a las de 1993.

A plazo más largo, no cabe duda de que deben intensificarse los esfuerzos por liberalizar plenamente los sectores económicos que todavía mantienen fuertes elementos de monopolio (desde las farmacias a la creación de suelo urbano, pasando por telecomunicaciones, transportes, comercio, fedatarios públicos, etc.) y que no sólo suponen un elemento de continua irritación para el ciudadano, sino que constituyen una espada de Damocles sobre la estabilidad de precios, dispuesta a caer en cuanto la demanda interna tienda a recuperarse. El reciente informe del Tribunal de Defensa de la Competencia debería ser materia de obligada lectura, serena reflexión y rápida puesta en práctica para los responsables de la política económica española. Por desgracia, medidas tan incoherentes como la reciente limitación de horarios comerciales (derogando el "Decreto Boyer") suponen un paso atrás y contribuyen muy poco a crear un clima de opinión favorable a la modernización económica de España.

Luis Angel Lerena

1. Los indicadores agregados de actividad de nuestra economía muestran, en los dos últimos meses del año, una detención del proceso de caída del crecimiento, e incluso un levísimo repunte. Si analizamos esa información en el marco de lo que en el lenguaje coloquial se llama "tocar fondo", podría decirse que estamos en el fondo, aunque, en estos momentos, parece que no escarbamos ni nos arrastramos en él. De todas maneras, los indicadores son muy parciales e imprecisos y tampoco hay seguridad de que no vayan a cambiar de signo en los próximos meses. Hay una incógnita adicional en nuestra economía: los efectos que la crisis de Banesto pueden tener en la confianza nacional e internacional en España. Lo más que puede decirse, sin duda; es que la velocidad de deterioro de la economía española se ha moderado, pero ello no autoriza a

decir que la recuperación ha comenzado. Nuestra recuperación depende de la economía internacional y, sobre todo, europea. Las posibilidades de nuestra política económica para estimular la actividad son, en efecto, muy escasas.

2. La evolución en 1994 del crecimiento del PIB será extremadamente moderada. No parece posible que supere el 1% y, en los momentos actuales, las estimaciones prudentes apuntan a que va a quedar por debajo de esa cifra. Ello significa, especialmente, que no se creará empleo. Sin embargo, es previsible que la destrucción de empleo sea considerablemente menor, puesto que el ajuste de plantillas y de costos se ha producido en 1993. Ese ajuste permitiría a las empresas soportar las dificultades del ejercicio con mayor holgura. El crecimiento de la actividad y de la producción industrial serán, pues, muy moderado, y el año, en el mejor de los casos, podría considerarse como de transición entre el ajuste a la crisis y la salida de la misma. Las empresas que han realizado el ajuste están en condiciones de beneficiarse del empuje que la recuperación económica internacional puede darnos.

3. El comercio exterior ha sido, en 1993, el factor clave del mantenimiento de la actividad, aunque haya sido a los niveles tan bajos que han caracterizado el año. El hecho es especialmente significativo porque constituye una prueba de que no hemos perdido capacidad de respuesta en el exterior tras el desastre que significó la etapa de la "peseta fuerte". En el futuro, nuestro comercio exterior tiene que jugar un papel decisivo en el crecimiento de la economía española, considerando que más de un 60%, de lo que llamamos todavía comercio exterior debe considerarse interno, puesto que se trata de intercambios con nuestros socios comunitarios. Es cierto que tal comercio se realiza también en divisas, pero las condiciones de acceso al mercado de la Unión Europea son las mismas que las de entrada en lo que hemos venido llamando mercado español. La presencia en ese mercado y en los de otros países exige el mantenimiento de la competitividad de nuestra economía. Ese es, en este momento, el problema clave de la política económica y de la gestión empresarial. No podrá considerarse que se ha producido la recuperación económica mientras las condiciones de competitividad no cambien decisivamente. De aquí el necesario acompasamiento de la recuperación con un proceso de reestructuración de la actividad productiva que permita asegurar o recuperar nuestra competitividad y adecue nuestra especialización productiva a los nuevos mercados exteriores. Si esa reestructuración no se produce adecuadamente, nuestra recuperación tendrá, primero, una vida muy corta y, después, será casi imperceptible.

4. La inversión privada en 1993 seguirá presentando una acusada debilidad. Es posible que se aprecie un incremento en la inversión en construcción, pero como consecuencia, sobre todo, de la licitación pública. El resto de la inversión privada, y especialmente la inversión en bienes de equipo, seguirá pulsando débilmente. Y el problema es especialmente grave porque nuestra recuperación debe pasar por un crecimiento intenso de la inversión, pública y privada, para llevar adelante el proceso de reestructuración de la actividad productiva al que se ha hecho referencia. Y no deben colocarse excesivas esperanzas en el papel que puede jugar la política monetaria y las reducciones de los tipos de interés, porque lo que se necesita para asegurar la reanimación de la inversión privada es un cambio radical de expectativas. En ese sentido, se echan en falta en la actual política económica española acciones de carácter estructural o microeconómico susceptibles de mejorar el entorno en el que se desenvuelve la actividad empresarial. Es cierto, sin embargo, que la reforma de los mercados de trabajo que se ha realizado es una actuación decisiva cuyo valor e importancia deben resaltarse y de la que cabe esperar resultados muy positivos. Sin embargo, no se ha conseguido instrumentar otras acciones que podrían servir a esa mejora de las expectativas y que las autoridades anunciaron como de casi inmediata implantación.

5. Es significativa, desde luego, la moderación que se venía experimentando en el crecimiento del IPC y en nuestra situación inflacionista. Obviamente, sin embargo, uno de los factores que más ha ayudado a la moderación de la inflación ha sido la recesión, por lo que existe el riesgo de que los efectos inflacionistas de las devaluaciones pasadas se manifiesten con claridad en el momento en que la demanda interna experimente una recuperación y algo de esto ha sucedido en el mes de diciembre en respuesta, sin duda, al alza estacional de la demanda. La verdad es que se ha hecho muy poco por suprimir o atenuar las causas que están detrás de nuestra inflación subyacente cuya caída en los meses recientes se debe, simplemente, a la citada debilidad de la demanda. La continuidad del proceso de reducción de la inflación exige la adopción de las acciones de estímulo a la competencia en los sectores que se muestran inflacionistas. En el mismo sentido, la moderación de las alzas salariales es otro factor que ayudará a mantener y consolidar las tasas de inflación a niveles bajos en España. El citado repunte de la inflación en diciembre es una clara muestra de la necesidad urgente de actuaciones como las que aquí se han indicado.

ECONOMIA INTERNACIONAL

HACIA UNA DEBIL RECUPERACION

Juan Pérez-Campanero

La actual coyuntura económica internacional se caracteriza por signos de una incipiente recuperación en la economía mundial. Aún es pronto para hablar de una verdadera recuperación en todos los países industrializados, pero varias economías (fundamentalmente, las de los países anglosajones) se han sumado ya a la estela del vigoroso crecimiento de la economía estadounidense, y el progreso hacia una mejoría de las condiciones existentes en otros países también es indudable.

No obstante, este progreso es lento y dubitativo, y ha venido marcado recientemente por un aumento de las divergencias en las tendencias del crecimiento en la OCDE, que ha tenido el efecto neto de desacelerar la producción global en el cuarto trimestre.

En esta nota se repasan brevemente algunas de las notas más sobresalientes de estos procesos.

1. Una mejoría de la fase cíclica.

Según todas las previsiones, la mayoría de las economías industrializadas que en 1993 se encontraban en recesión se moverán hacia una fase de débil recuperación, con tasas de crecimiento positivas pero todavía por debajo de su tasa de crecimiento potencial -tal y como estiman esta tasa de crecimiento potencial los servicios de la OCDE (Cuadro núm. 1). Ello dotará de un tono más animado a la economía global, aunque cabe destacar que el pulso general será aún débil, y que ninguna de las economías hoy en recesión parece tener posibilidades de pasar a una fase de recuperación sostenida en 1994.

Las diferencias entre las distintas áreas del grupo OCDE son claras:

- La economía de Estados Unidos acelera su ritmo de crecimiento, y ha entrado ya en una fase madura de expansión, como se indica en la sección 3.
- La posición de las otras economías anglosajones (Reino Unido, Canadá, Australia) se fortalecerá el próximo año, tras un crecimiento medio en los últimos seis meses quizá superior al 2.5%, y seguirán la senda de Estados Unidos.
- Japón aún permanecerá muy por debajo de su crecimiento potencial, especialmente en la primera mitad del año.
- Europa continental aún permanecerá comparativamente débil a lo largo de 1994. Sin embargo, empezarán a ahondarse las diferencias en las respuestas de las economías a los diferentes impulsos fiscales y monetarios (sección 4).

CUADRO NUM. 1

	POSICION ACTUAL Y PREVISIONES PARA LAS ECONOMIAS INDUSTRIALES EN 1994				
	Output gap estimado 1993	Crecimiento potencial 1994	Previsiones crecimiento 1994 (sector privado)		
			Mín.	Media	Máx.
USA	1.0	2.2	2.8	3.1	3.5
Japón	-7.3	4.3	-1.3	0.4	1.8
Alemania	-4.2	2.3	-0.5	0.4	1.2
Francia	-6.3	2.1	0.5	0.9	1.5
Italia	-3.9	2.3	0.3	1.1	1.5
Reino Unido	-6.7	2.0	2.2	2.6	3.2
Canadá	-9.3	2.8	3.0	3.3	3.9
Australia	-0.8	2.0	2.5	3.1	3.6
Bélgica	-4.6	1.7	-0.8	0.3	1.3
Holanda	-12.7	1.5	0.4	1.0	1.5
ESPAÑA	-10.5	2.6	-0.5	0.6	1.3
Suecia	-5.3	-0.5	-0.5	1.4	2.5
Suiza	-7.7	1.1	0.8	1.1	1.5

Nota: Contribuyen a las previsiones del sector privado Barclays Zoette Wed, The Economist Intelligence Unit, Goldman Sachs, Hoare Govett, James Capel, Kredietbank, Lehman Brothers, Long-Term Credit Bank, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Nomura, Nordbanken, Paribas, Royal Bank of Canada, Salomon Brothters, Scotiabank, UBS, Warburg.

Fuentes: OCDE, "The Economist", J.P. Morgan.

2. El aumento de las divergencias entre los bloques de la OCDE.

La rápida aceleración del crecimiento en Estados Unidos durante el cuarto trimestre de 1993 contrasta vivamente con la experiencia de Japón y Europa continental, en franco retroceso en el mismo período.

Así como en el segundo y tercer trimestre del pasado año esta divergencia en las pautas de crecimiento parecía encaminada a mitigarse, la tendencia se ha invertido claramente en los últimos meses. Ello se manifiesta tanto en los niveles de producción industrial (gráfico núm. 1) como en el grado de utilización de la capacidad instalada, resultado de esa divergencia continuada en las pautas de producción (gráfico núm. 2).

El efecto neto de estas divergencias ha sido una pequeña caída de la producción del conjunto de los países industrializados. No obstante, continúa el progreso hacia una recuperación global, a medida que un país tras otro se alejan de la fase recesiva.

Este tipo de divergencia en las pautas de crecimiento tiene visos de prolongarse en la primera mitad de este año cuando menos. A su vez, las divergencias se trasladarán al comportamiento de otras variables: tasas de inflación, balanzas de pagos, etc., al influir sobre el distinto grado de holgura existente en las economías, afectar a las demandas relativas de bienes exportables e importables, y recoger el efecto de los relativamente drásticos ajustes en los tipos de cambio que se han producido en los últimos dos años.

3. La solidez de la recuperación americana.

Como ya se ha indicado, en el último trimestre del año se ha hecho más evidente la solidez de la recuperación en Estados Unidos. Ello es buena parte el resultado de la acentuación de las diferencias entre los sectores cuyo comportamiento refleja una mayor atonía, y aquellos otros que mantienen un tono más vibrante, y que han continuado avanzando en los últimos meses.

En efecto, las disparidades en la economía estadounidense son ciertamente notables, y no han hecho sino acentuarse aún más en los meses recientes:

- Disparidades, en primer lugar entre *sectores industriales*. Por ejemplo, entre el boyante sector del automóvil, impulsado por la recuperación de la demanda de consumo y por la ventaja competitiva proporcionada por la apreciación del yen y la deprimida situación de la industria de defensa y aeroespacial que ha seguido a la reducción de gastos militares tras los cambios políticos en el Este y la sucesión de fracasos en los programas espaciales (gráfico núm. 3).
- De forma correspondiente, la disparidad entre *zonas geográficas* del país. Así, por ejemplo, estados fuertemente dependientes de las industrias en declive, como California, se encuentran en una posición mucho más deprimida.
- Finalmente, las disparidades entre *componentes de la demanda*. La paulatina recuperación de la confianza de los consumidores y la mejoría de las condiciones financieras ha permitido que el consumo privado se expanda de forma notable (gráfico núm. 4). Y otro tanto sucede con el gasto de capital realizado por las empresas. Ello contrasta con la atonía del consumo público, que permanece prácticamente inalterado en términos reales, y con la franca debilidad del sector exterior hasta el momento (gráfico núm. 5).
- Europa continental aún permanecerá comparativamente débil a lo largo de 1994. Sin embargo, empezarán a ahondarse la diferencias en respuesta a los diferentes impulsos fiscales y monetarios (sección 4).

El resultado final de todos estos desarrollos es un crecimiento acelerado de la producción y el empleo. El rápido ritmo de recuperación de ambas variables en la época reciente, ya recogido en mi último artículo de esta revista, se ha avivado en los últimos meses. Según la mayoría de las opiniones, durante el cuarto trimestre de 1993 el PIB (que se publicará en las mismas fechas en que este número empiece a distribuirse) habrá crecido a una tasa anualizada de entre el 5 y el 6%.

Es más, todo parece indicar que se dan las condiciones para que la recuperación continúe:

- Los tipos de interés se han mantenido de forma prolongada a niveles muy bajos, por lo que debido a efectos retardados todavía seguirán ejerciendo un estímulo adicional sobre la economía.
- Las condiciones crediticias continúan mejorando igualmente, una vez que el sistema bancario ha superado su crisis.
- Consumidores y empresas han podido ya reducir su endeudamiento de forma suficiente, de tal forma que no represente un obstáculo para el gasto adicional.

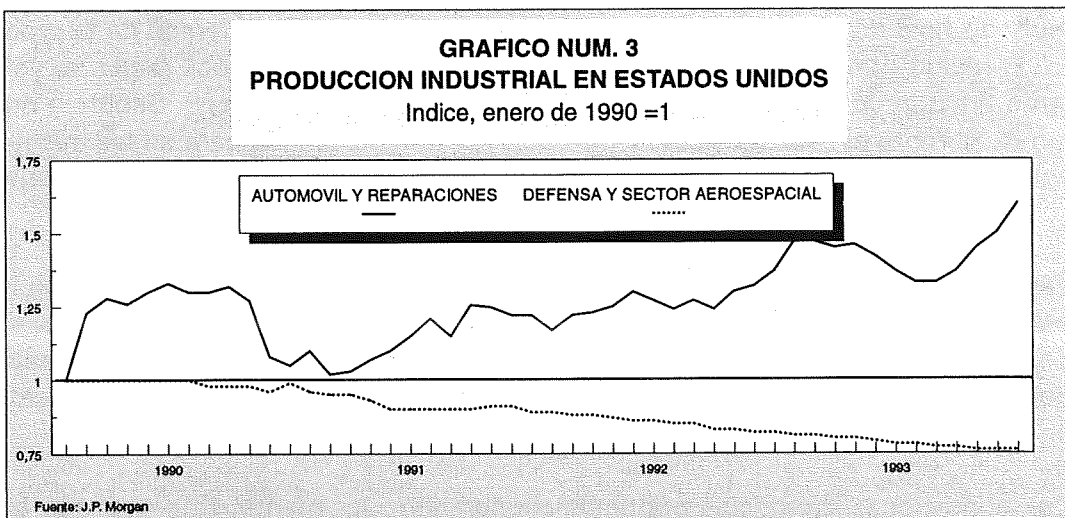
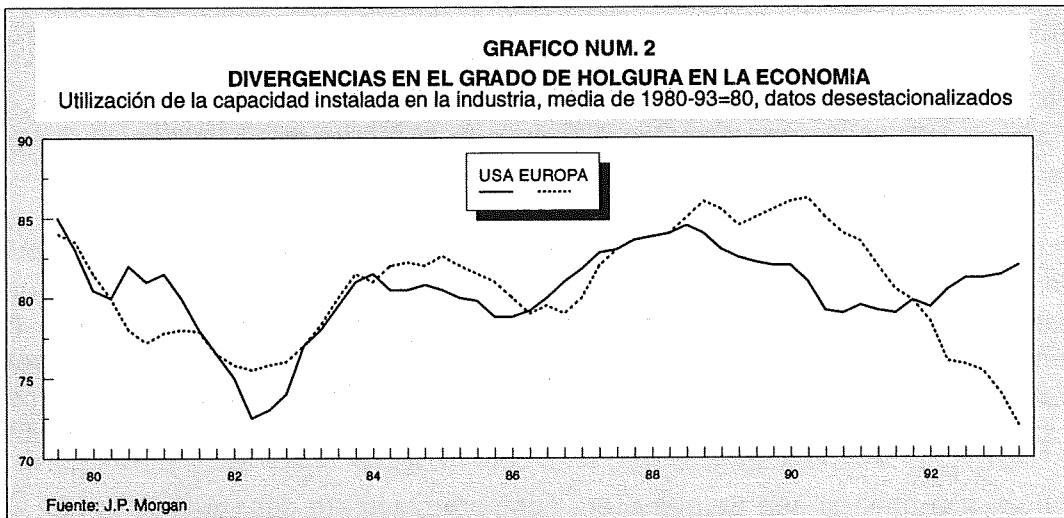
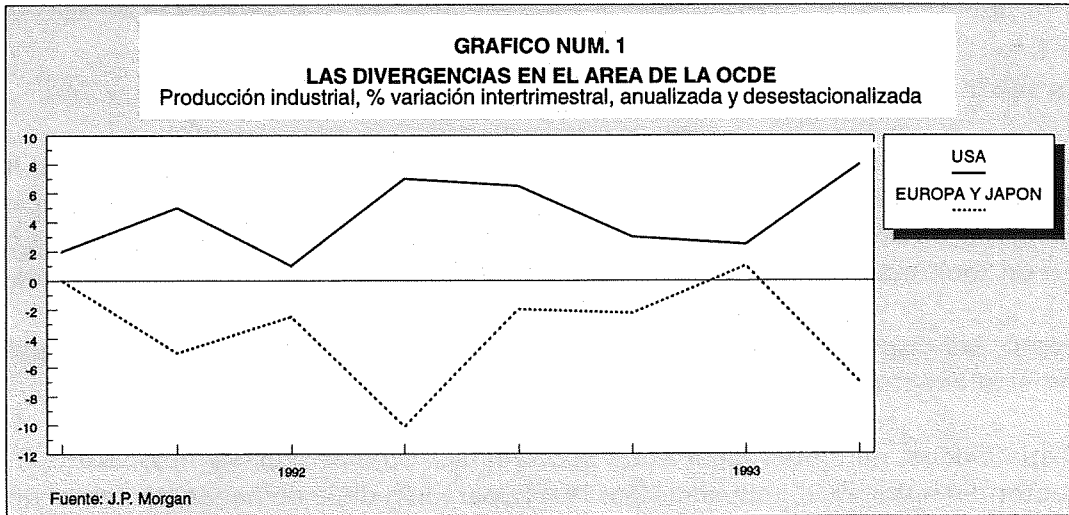
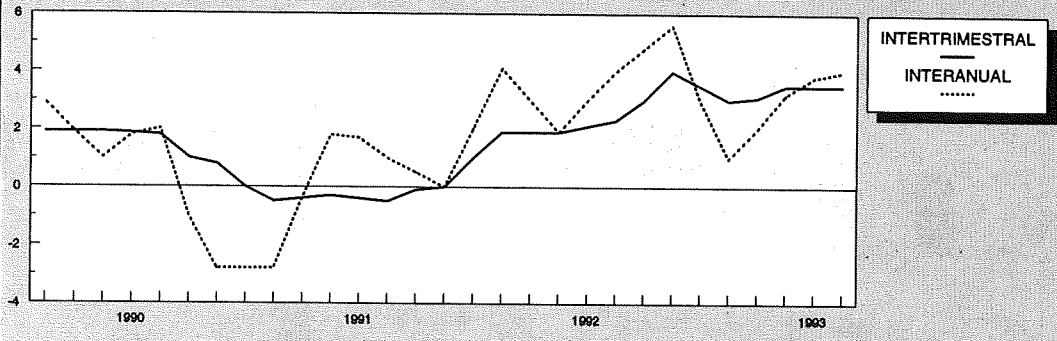
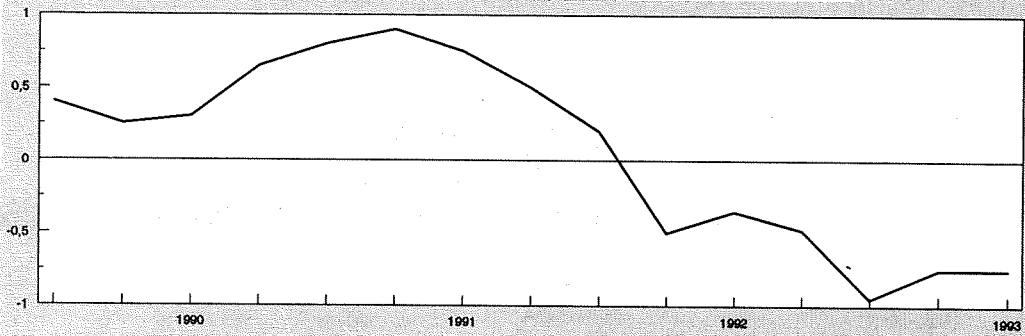


GRAFICO NUM. 4
CONSUMO PRIVADO EN ESTADOS UNIDOS
 Tasa de variación, en \$ de 1987



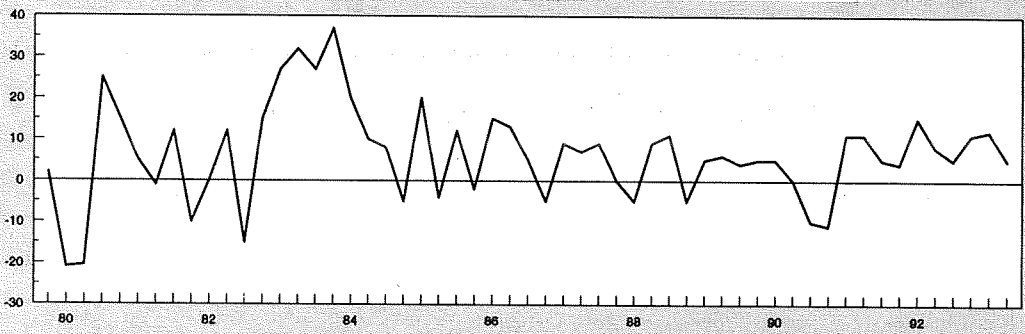
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 5
EXPORTACIONES NETAS EN ESTADOS UNIDOS
 Contribución al crecimiento del PIB en términos reales, %



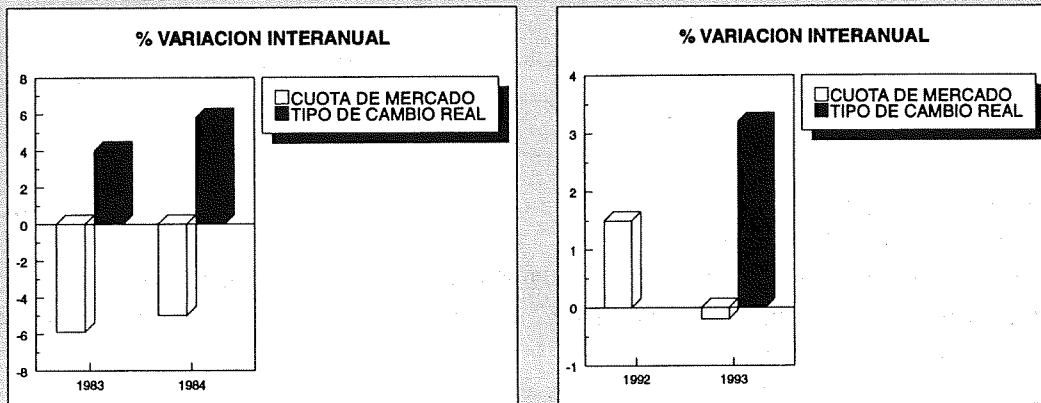
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 6
VOLUMENES DE IMPORTACION DE ESTADOS UNIDOS
 Tasas intertrimestrales, anualizadas y desestacionalizadas



Fuente: J.P. Morgan

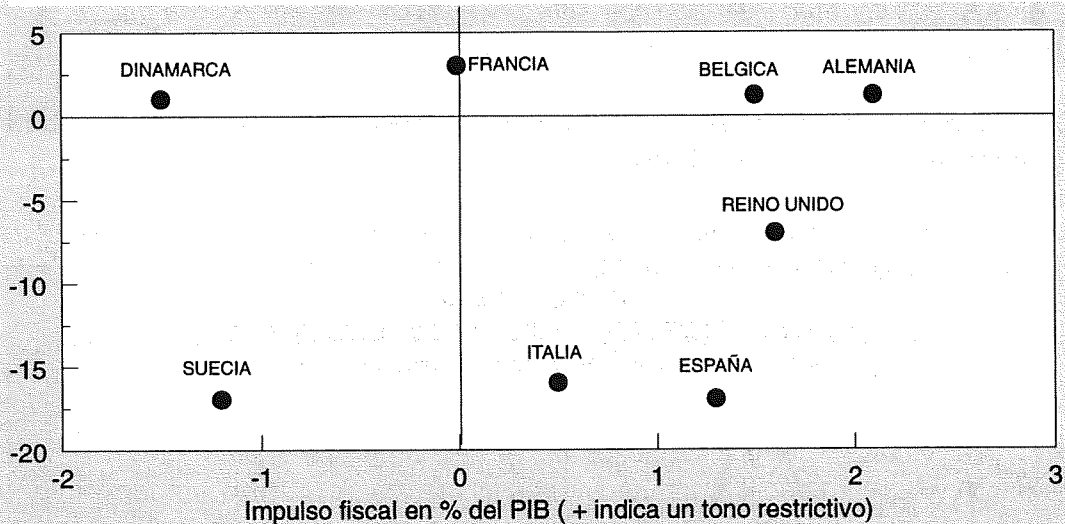
GRAFICO NUM. 7
COMPETITIVIDAD DE LAS EXPORTACIONES USA



Fuente: J.P. Morgan

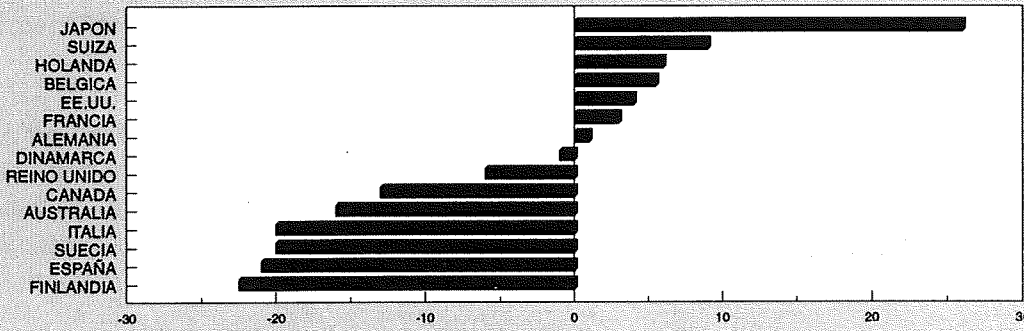
GRAFICO NUM. 8
EL POLICY MIX EN 1994

Cambio porcentual en el tipo de cambio real en 1993 sobre la media de 1992



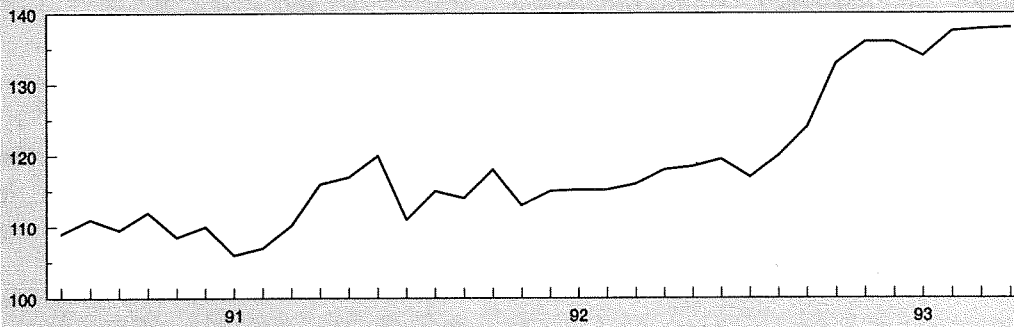
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 9
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
 % Variación, media de 1993 respecto a media de 1990



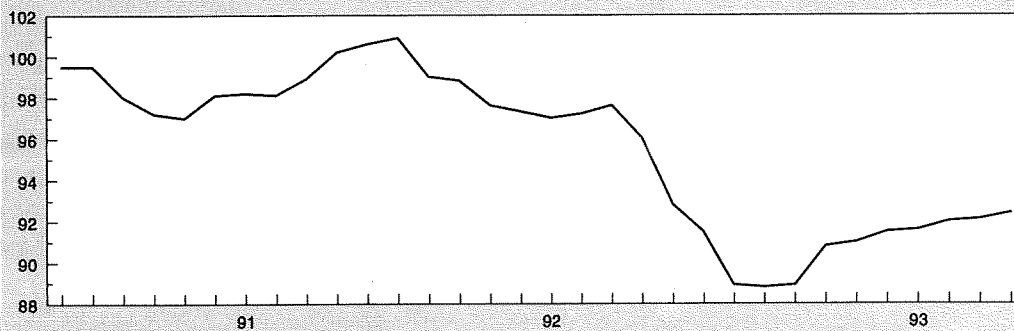
Fuente: J.P. Morgan

GRAFICO NUM. 10
VOLUMENES DE EXPORTACIONES ESPAÑOLAS
 Índice 1990=100, datos desestacionalizados, m.m. de 3 meses



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, y elaboración propia

GRAFICO NUM. 11
PRODUCCION INDUSTRIAL ESPAÑOLA
 Índice, 1990, desestacionalizado, m.m. 3 meses



Fuente: INE y elaboración propia

- Los pedidos del extranjero vienen aumentando de forma significativa.
- Los aumentos de impuestos previstos tendrán un efecto relativamente pequeño, y distribuido a lo largo del tiempo.

Pero así como es importante señalar la fortaleza de la recuperación americana, también hay que poner de manifiesto que esta vez no cabe esperar que la economía estadounidense actúe como locomotora de la economía mundial, arrastrando a los países europeos fuera de la recesión por sí misma. Y ello porque han cambiado sustancialmente las condiciones del sector exterior estadounidense:

- La demanda de importaciones de ese país no está creciendo en forma excesiva o particularmente notable, a diferencia de lo que ocurrió en la anterior recuperación de 1983-84. Las importaciones se están comportando de forma muy similar a la que lo han hecho a lo largo de toda la pasada década (gráfico núm. 6).
- Las exportaciones estadounidenses están de hecho ganando mercado mundial en el comienzo de la recuperación, en lugar de perderlo como sucedió en 1983-84 (gráfico núm. 7). Ello es debido a un menor grado de apreciación del dólar en términos reales y al fomento decidido de la competitividad.

4. Perspectivas en Europa: comercio exterior y política fiscal.

Los efectos de las masivas depreciaciones de los tipos de cambio reales en algunos de los países de Europa en los últimos dos años, y la adopción de diferentes políticas fiscales, van a ser elementos determinantes a la hora de producir pautas igualmente divergentes de estímulo o de freno a la actividad económica.

El gráfico núm. 6 recoge sintéticamente este diferente tono de los impulsos monetarios y fiscales a la actividad económica durante el año en curso, en virtud del carácter más o menos restrictivo o expansivo (una vez que se ajustan para abstraer de los efectos puramente atribuibles al ciclo económico) de los presupuestos aprobados en cada país; y del grado de apreciación o depreciación de la moneda en términos reales.

Los países que, por el elevado nivel que ha alcanzado su déficit y por el rápido crecimiento de su deuda pública, se vean obligados a hacer esfuerzos especiales para proceder a aplicar políticas de recortes discrecionales de gastos y/o subidas discrecionales de impuestos, tendrán que observar cómo este esfuerzo de consolidación fiscal impactará sus posibilidades de crecimiento de forma negativa. Un caso claro en este sentido parece ser el de Alemania. De la misma forma, los países que afrontan el año 1994 con políticas fiscales relativamente neutrales o incluso, a la vista de la situación de crecimiento alarmante del desempleo, moderadamente expansivas, estarán favoreciendo un mayor ritmo de crecimiento (arriesgando a cambio, naturalmente, incurrir en una situación fiscal algo menos sostenible). Francia parece ser un caso claro de esto último, aunque la transición hacia una política más expansiva se haya hecho de forma paulatina y no declarada, y de forma casi vergonzante.

En el caso español, la política fiscal contenida en los Presupuestos Generales del Estado y en la ley de financiación que los acompañó, tiene, si se toman al pie de la letra las disposiciones e intenciones contenidas en estos documentos, un marcado carácter contractivo. Corrigiendo el impacto puramente atribuible al ciclo económico, y bajo hipótesis razonables de crecimiento del

PIB, resultaría un "impulso fiscal" contractivo del orden de un punto o un punto y medio del PIB. La gran incógnita es saber si estas medidas se van a poder y/o querer aplicar, en definitiva, se plantea el reto de la credibilidad de las actuaciones presupuestarias anunciadas.

CUADRO NUM. 2

ACTUACION EXPORTADORA DE LOS PAISES INDUSTRIALES		
% cambio, 1993 respecto a 1992		
	Volumen de exportación	Cuota de mercado de las exportaciones*
Japón	-0.4	-6.8
Suiza	0.5	3.5
Holanda	-1.5	4.2
Bélgica	-1.5	4.6
U.S.A.	3.5	-0.6
Francia	-9.4	-6.7
Alemania	-12.2	-10.7
Dinamarca	-4.3	-1.8
Reino Unido	3.9	5.6
Canadá	9.7	0.2
Australia	5.3	-0.9
Italia	5.9	9.7
Suecia	9.7	11.6
España	15.9	21.7
Finlandia	16.4	17.5

Fuente: J.P. Morgan.

Claramente, la actitud de los observadores nacionales, escamados por años de sistemático incumplimiento y sustanciales desviaciones al alza de los gastos, es de un gran escepticismo. Esta actitud de los observadores nacionales se resume muy bien en la presentación del número 79 de esta revista, en la que se afirma que "el gasto desbordará, como siempre, a las previsiones, toda vez que las autoridades han perdido el control del gasto, y porque no existe ningún indicio cierto que permita augurar un crecimiento del PIB en términos reales del 1,3% del PIB", cifra prevista en los presupuestos. Naturalmente, una desviación al alza en el déficit por la adopción de una política más expansiva (más allá de lo que supone un mero error en las previsiones de crecimiento), tendría como correlato un mayor impulso al crecimiento, independientemente de sus muchas consecuencias negativas. Curiosamente, los observadores extranjeros tienden a percibir el reto de credibilidad presupuestaria con un menor escepticismo que los observadores nacionales.

El otro elemento determinante en el grado de estímulo al crecimiento que están recibiendo las economías es el grado de apreciación o depreciación del tipo de cambio real. Los países que han visto depreciarse (de forma generalmente involuntaria, por otra parte) de manera sustancial su tipo de cambio real son los grandes ganadores en esta liza. La recesión ha impedido que las depreciaciones se trasladen a los precios en modo significativo, lo que les ha permitido capturar importantes ganancias de competitividad. Ello a su vez motiva el trasvase, vía exportaciones de bienes y también de servicios (como el turismo en el caso español), de la actividad económica desde los países con monedas "duras" hacia la periferia de monedas en depreciación (Escandinavia, Italia, España, Portugal, Reino Unido).

El gráfico núm. 9 jerarquiza la evolución en los últimos años de los tipos de cambio reales (medidos por los precios industriales o precios al por mayor), y el Cuadro núm. 2 recoge la traslación de este movimiento de precios relativos en resultados de la actividad exportadora, tanto en términos de variación de los volúmenes exportados como en términos de la ganancia de cuota de mercado.

Como puede verse, nuestro país es uno de los grandes beneficiarios de esta dramática modificación de precios relativos. Es el segundo país en términos de crecimiento de los volúmenes de exportación, y el primero en términos de ganancia de cuota de mercado. El impacto sobre la producción es claro. La evolución del sector exterior nos ha salvado de una recesión mucho más profunda, y continuará todavía ejerciendo su efecto dinamizador a lo largo del próximo año, si bien quizá no de forma tan vigorosa.

España es un buen ejemplo para ilustrar el tirón sobre la producción industrial de las exportaciones. El gráfico núm. 10 recoge los volúmenes de exportación. La serie refleja el excelente comportamiento de las exportaciones, que claramente han ganado importantes cuotas de mercado en los dos últimos años, y especialmente en 1993. El gráfico núm. 11 recoge una medida de la evolución tendencial de la producción industrial. Como puede verse, tras el colapso sufrido en 1992, y a pesar de la atonía de la demanda interna, la producción industrial se ha venido recuperando de forma sostenida, a impulsos de la exportación y, en menor medida, de la sustitución de importaciones por producción nacional. Y un fenómeno análogo se ha producido en Italia y los países escandinavos.

INFORME SEMESTRAL SOBRE PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE LA OCDE^(*)

Como es habitual la OCDE ha publicado el pasado día 21 de Diciembre su informe semestral sobre perspectivas económicas.

Es práctica común que todos los informes de organismos económicos internacionales elaborados por consenso entre los representantes de los países miembros, y a base de la información que éstos proporcionan, pongan gran cuidado en no ofender a ninguno de ellos. Por eso, en lo que respecta a la política a seguir, el informe de la OCDE se limita a recomendaciones generales sobre las que todo el mundo está de acuerdo, como las tantas veces repetidas de la necesidad de reducir los déficit presupuestarios estructurales y de dar más flexibilidad al mercado de trabajo, sin descender a recomendaciones lo suficientemente concretas para que puedan ser operativas, y que, por el hecho de serlo, podrían suscitar controversias por parte de los gobiernos afectados.

*Como de costumbre, hace pronósticos numéricos sobre la evolución económica del mundo industrializado (los países miembros de la OCDE) para 1994 y 1995; un ejercicio al que le obliga su título, pero cuya utilidad es discutible, ya que esos pronósticos (como no puede ser menos) muchas veces resultan equivocados, hasta el punto de que un periódico tan prestigioso como el **Financial Times** le aconseja que los suprima y se limite a describir la evolución en los últimos seis meses, algo que, sin duda alguna, hace bien.*

En este resumen, reproduciremos lo esencial de la introducción del informe, que traza el panorama general de la evolución económica. Suprimiremos los cuadros conteniendo pronósticos, por la razón ya apuntada. Luego resumiremos, muy brevemente, las secciones del informe que describen la evolución de la economía añadiendo breves aclaraciones entre corchetes si procede. Más adelante resumiremos la sección sobre España, y acabaremos con un comentario final.

INTRODUCCION.

Visión de conjunto.

Una expansión cada vez más sólida está teniendo lugar en Norteamérica, y una recuperación moderada y poco espectacular en Gran Bretaña, Australia, Nueva Zelanda y algunos pequeños países europeos. En el resto de la OCDE, la actividad económica sigue siendo débil, y la confianza en el futuro de las familias y empresas sigue deprimida. En la mayoría de Europa continental, no ha llegado la recuperación que se esperaba la primavera pasada, aunque hay signos que parecen indicar que -con la posible excepción de Alemania- el punto más bajo de la depresión ha pasado ya. En Japón, la actividad económica continúa bajando.

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

Las fuerzas causantes de la recuperación en los países anglosajones, en particular bajas significativas en los tipos de interés, probablemente aparecerán en Europa continental durante 1994. En Japón, sin embargo, donde los efectos depresivos de la apreciación del yen son muy fuertes y el efecto negativo de los ajustes de los balances de familias y empresas [*restringir el consumo las familias, y reducir personal y/o cortar producción e inversiones las empresas, ambas peligrosamente endeudadas*] está disminuyendo muy lentamente, la recuperación puede ser más lenta. El ritmo de crecimiento del PIB de la OCDE puede aumentar un poco, de alrededor del 1% en 1993 (el tercer año en que permanece por debajo de su potencial de aumento) a quizá justo por encima del 2% en 1994, y cerca del 3% en 1995. La actividad económica global sólo ha podido mantenerse al nivel actual gracias al fuerte crecimiento en algunos países no miembros de la OCDE, especialmente en Asia. [*Se refiere a los "dragoncitos": Corea del Sur, Hong-Kong, Taiwán, Singapur..*]

La inflación ha caído a niveles bajos, y probablemente continuará bajando algo en los dos próximos años. Se estima que en 1995 pueda ser del 3% o menos en 20 países de la OCDE, un nivel que se compara favorablemente con el de los primeros años sesenta, época con una estabilidad de precios considerada razonable. Si esta saludable tendencia se mantiene, ayudará a crear un entorno económico que sería el más apto para lograr aumentos sostenibles de la inversión productiva, el producto, y el empleo desde los primeros años sesenta.

El paro es alto, y durante la reciente depresión ha aumentado en la mayoría de los países, especialmente en Europa continental. Probablemente bajará algo en Norteamérica, pero de todos modos en 1994 podrá llegar a cerca de los 35 millones en el conjunto de la OCDE, y después puede que sólo baje muy lentamente. Esto ha causado una considerable presión sobre las autoridades para que creen puestos de trabajo. El reto consiste en encontrar políticas que den resultado rápidamente, pero que tengan también un efecto duradero.

Política económica.

Hoy, la tarea fundamental de la política fiscal es detener el continuo aumento la deuda pública que viene ocurriendo desde hace años, y que tanto ha limitado las posibilidades de emplear medidas de política fiscal para reavivar la actividad económica, y luego ir rebajando el volumen de la deuda. Entre 1979 y 1992, la media de la deuda pública bruta en la OCDE subió del 41% del PIB a alrededor del 63%. En la presente recesión, los problemas a resolver son: si se deberían dejar para más adelante los planes de consolidación fiscal [*reducir el déficit presupuestario*]; hasta qué cuantía podría permitirse el aumento cíclico del déficit presupuestario debido a la acción de los estabilizadores automáticos, [*subsidio de paro*], y el riesgo de que ambas cosas perjudiquen la confianza en la economía y por ello causen aumentos en los tipos de interés a largo plazo o presión a la baja en el tipo de cambio. En un contexto algo más a largo plazo, sin embargo, la necesidad de proceder a la consolidación fiscal no impide necesariamente aumentar el gasto en proyectos con un elevado rendimiento. Entre 1979 y 1992, las transferencias [*básicamente por subsidio de paro y semejantes, como las derivadas de jubilación anticipada*] aumentaron una media del 3,5 a 4% en la OCDE (ver *Perspectivas Económicas*, diciembre 1992, para más detalles). La inversión de dichas tendencias ayudaría a aumentar la posibilidad de reducir los déficit y de transferir el gasto a empleos más fructíferos.

Los países han respondido de maneras diversas a la tendencia al aumento del déficit durante la recesión. Muchos han permitido que los estabilizadores automáticos funcionen, y aumenten por lo tanto el gasto público hasta el máximo compatible con mantener un cierto control del aumento de la deuda pública. Otros han sido más permisivos y han tomado modestas medidas

de expansión de la economía. Y Japón ha tomado importantes medidas expansionistas. En el momento actual, los países de la OCDE han aprovechado prácticamente por completo las posibilidades de permitir que el déficit presupuestario aumente. Algunos países que han concedido prioridad a la consolidación fiscal sobre la conveniencia de expandir la economía han conseguido así que bajen sus tipos de interés a largo plazo. Por el contrario, donde se han tomado medidas discrecionales para mantener la demanda, parece que los resultados respecto a la actividad económica han sido desilusionantes.

Al haber pocas posibilidades de tomar medidas expansionistas de política fiscal, el papel de la política monetaria tiene que ser decisivo, e incluso quizá exclusivo, para conseguir la recuperación. Cierta número de países tiene posibilidades de emplearla a este respecto. El problema consiste en cómo utilizarla más eficazmente, es decir de cómo y cuando bajar los tipos de interés controlados oficialmente y la cuantía de cada rebaja. Aunque los datos del problema varían según los países, se pueden establecer algunos principios comunes. Primero, es necesario que la política monetaria, en sus esfuerzos para mantener la actividad económica, no ponga en peligro el control de la inflación a medio plazo. Segundo, hay que tener muy presente la importancia de las expectativas de los mercados financieros en la determinación de los tipos de interés a largo plazo, que tienen importantes consecuencias a largo plazo sobre las inversiones de las empresas, el PIB y el empleo. Las expectativas del mercado, a su vez, se ven fuertemente influenciadas por la credibilidad de las políticas. Sólo si la política es creíble y compatible con la de los demás países será capaz de tomar medidas para sostener la actividad económica sin que surjan malas consecuencias sobre los tipos de interés y de cambio.

[Hay que tener en cuenta] que la mera política macroeconómica [no basta]: tiene que ser apoyada por la reforma estructural.

Prioridades de la política económica en los países más importantes.

La recuperación en EE.UU. sigue ganando fuerza; en el futuro inmediato, no parecen necesarias medidas para mantener la actividad económica. El paquete de medidas aprobado por la Administración para reducir a medio plazo el déficit presupuestario supone un endurecimiento necesario de la política fiscal que ha sido bien recibido, causando una baja importante en los tipos de interés a largo plazo durante la mayor parte del año pasado. En los próximos años se necesitarán nuevas medidas fiscales para reducir el déficit estructural a fin de ayudar al aumento del ahorro nacional y de la inversión. Es fundamental que la proyectada reforma de la sanidad estatal no cause excesivos déficits presupuestarios. Si la economía se recupera más deprisa de lo esperado, habrá que tener presente que la mejora resultante del déficit se debe sólo a causas cíclicas, y que no hay que cejar en los esfuerzos para reducir el déficit estructural (esto se aplica también a Gran Bretaña, Italia y Canadá).

La política monetaria en EE.UU., que -acertadamente- ha sido expansionista durante los últimos años, tendrá que ser ajustada en el futuro para que la inflación continúe baja y se logre un crecimiento satisfactorio a medio plazo.

[Aquí el Informe no quiere entrar en la polémica sobre si el reciente satisfactorio crecimiento de la economía pide o no que, para evitar inflación futura, el Fed suba ya los tipos, habida cuenta del inevitable retraso de varios meses entre la subida de los tipos y sus efectos en la economía. Los contrarios a esta tesis señalan el peligro que supondría, no sólo para EE.UU. sino para el mundo entero, estrangular la recuperación subiendo los tipos, precisamente ahora, cuando se entrevé que la recuperación en EE.UU. pueda sacarnos a todos del pozo, ya que no hay que contar, en el futuro inmediato, con que Alemania baje

los tipos en la cuantía necesaria para sacarnos de él. Además es posible que los consumidores, escarmentados por la recesión, aumenten su gasto con gran cautela, retrasando aún más la recuperación. El Informe no se pronuncia y deja la decisión en manos del Sr. Greenspan, actitud acertada porque hasta ahora lo está haciendo bien.]

En Japón no hay seguridad sobre en qué grado las fuerzas que causaron la presente recesión -fuerte baja de precio de los activos, e igualmente fuerte apreciación del yen- continúan pesando sobre la economía. Es preciso decidir, pues, si las medidas reanimadoras tomadas hasta la fecha -tres paquetes fiscales durante el último año y medio, y la baja del tipo de descuento al nivel históricamente bajo del 1,75%- son suficientes o no. A pesar de que los tipos del mercado monetario y los rendimientos de los bonos del estado a largo plazo han caído a niveles muy bajos en términos nominales, ciertos indicadores apuntan a que las condiciones monetarias son más restrictivas de lo que esos bajos tipos sugieren. Como los tipos son ya tan bajos que la posibilidad de bajarlos aún más es muy pequeña, una suavización efectiva de la política monetaria puede exigir que las autoridades tengan que tomar medidas para ayudar a los bancos [*reduciendo su enorme volumen de morosos e incobrables*].

Respecto a política fiscal, algunos indicadores sugieren que Japón es el único gran país de la OCDE cuya situación le permite emprender una política de expansión fiscal importante. Sin embargo, el nivel relativamente elevado de la deuda pública, las futuras necesidades de financiación pública y el impacto de los tres paquetes de medidas reanimadoras ya utilizados sobre la posición presupuestaria limitan las posibilidades de acción en este terreno. Además, el poco resultado de las medidas ya utilizadas hacer dudar de su eficacia. Esto inclina a pensar que si se toman ulteriores medidas fiscales expansionistas deberían ser sólo temporales y designadas para conseguir además otros objetivos aparte de la expansión. A este respecto, bajar ahora los impuestos directos para irlos reemplazando paulatinamente por impuestos indirectos, a medida que la economía se recupera, apoyaría la recuperación de la economía y, al mismo tiempo, mejoraría la estructura de los ingresos presupuestarios. Además, una reforma estructural profunda, mayor que las del paquete reciente, tendría también un impacto favorable en la actividad económica.

En Europa, la posición presupuestaria de casi todos los países se ha deteriorado notablemente en los últimos años, y prácticamente no permite utilizar estímulos fiscales. En la mayoría de ellos, la cuestión central a resolver es cómo consolidar rápidamente la posición presupuestaria [*es decir, como reducir el déficit*], a pesar de que las medidas necesarias para ello tienen efectos negativos directos sobre la demanda. Muchos de esos países -incluyendo Alemania, Francia, Italia y Gran Bretaña- ya han tomado, o manifestado su intención de tomar, medidas para mejorar su posición presupuestaria estructural durante los dos años que vienen. Si se toman, tendrá lugar una consolidación fiscal considerable a medio plazo, al mejorar la situación cíclica [*es decir, al ir saliendo de la recesión*]. Sin embargo, en algunos países -entre ellos, Italia, Bélgica y Grecia-, con un elevado nivel de deuda pública y grandes déficit presupuestarios, sería muy conveniente tomar ulteriores medidas para que la mejora de las condiciones presupuestarias sea más rápida. En dichos países, si no se toman esas medidas, se corre el riesgo de aumentar demasiado la carga impositiva futura y de perder la confianza de los mercados financieros. Y esos riesgos, muy probablemente, son mayores que los que resultarían de tomarlas en la presente situación de recesión [*que consistirían en agravar ésta y/o retrasar la recuperación*].

La cuestión básica en la Europa continental es ver si, y en qué medida, los efectos negativos directos de las medidas de consolidación fiscal sobre la demanda pueden ser más que compensados por las rebajas en los tipos de interés controlados por la autoridad y por las rebajas

causadas por la propia consolidación fiscal en los tipos de interés del mercado. A diferencia de otras regiones de la OCDE, en Europa continental los tipos de interés controlados por la autoridad han sido más bien altos hasta hace muy poco. Eran necesarios para controlar las presiones inflacionarias que siguieron a la reunificación en Alemania, pero no eran apropiados a la situación interior de los países cuyos tipos de cambio estaban ligados, oficialmente o *de facto*, al marco alemán o al ecu. Esta circunstancia fue la causa de las turbulencias en los mercados financieros que acabaron con la ampliación de las bandas de fluctuación al 15% [*hacia arriba y hacia abajo*] de las monedas de la mayoría de los restantes países del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) el pasado agosto. Si bien los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, han bajado desde septiembre pasado, en muchos países los tipos a corto continúan siendo demasiado altos, habida cuenta de su tasa de inflación, y sus curvas de rendimiento invertidas [*es decir, sus tipos a corto son más altos que los a largo*] indican que sus condiciones monetarias continúan siendo relativamente restrictivas. Si continúa la presente debilidad en la economía y la baja inflación, probablemente bajarán los tipos a corto. La cuestión básica a decidir es con qué rapidez.

En Alemania, teniendo en cuenta el deterioro de la situación fiscal desde la reunificación, la continuación de las presiones inflacionarias y la necesidad fundamental de asegurar que se mantenga la confianza en el marco alemán, el Bundesbank ha procedido hasta la fecha con cautela, permitiendo, poco a poco, una suavización de las condiciones monetarias. La curva de rendimiento sigue invertida y los tipos a largo continúan bajos, lo que parece indicar que la inflación continuará bajando y que la actividad económica seguirá siendo débil. Sugieren también que la autoridad monetaria puede continuar aflojando paulatinamente las condiciones monetarias sin poner en peligro al credibilidad de su política.

En los demás países del MTC, en los que la actividad económica es débil y la inflación baja, será preciso rebajar los tipos de interés para apoyar la recuperación. A pesar de la mayor flexibilidad que les da la ampliación de la banda de fluctuación hasta la fecha [*2 de Diciembre, día en que se cerró el informe*], esos países han sido bastante cautos respecto a rebajar sus tipos de interés por debajo de los alemanes, para evitar así que sus tipos de cambio se alejen demasiado del tipo central del MTC [*que continúa siendo el mismo que antes de la ampliación de las bandas*]. Justifican esta postura en vista de la importante contribución que supone para mantener la credibilidad de sus políticas antiinflacionarias y para continuar avanzando hacia la unión monetaria prevista en el Tratado de Maastricht. Sin embargo, si la inflación en Alemania no baja lo suficiente, y si los tipos de interés alemanes continúan bajando demasiado despacio, la situación de esos países se irá haciendo más difícil. El grado de autonomía que esos países pueden conseguir respecto a Alemania, y de sus posibilidades de reducir sus tipos -en especial, a largo plazo- por debajo de los alemanes sin poner en peligro sus tipos de cambio, depende, por lo menos en parte, de la credibilidad de sus políticas antiinflacionarias.

En los países que se salieron del MTC, o cortaron la ligazón informal de sus monedas con el marco alemán o con el ecu en 1992, los tipos de interés bajaron y sus monedas se devaluaron, en algunos casos, considerablemente. Muchos de esos países han tenido serios problemas de ajuste de los balances de familias y empresas [*excesivo endeudamiento y baja de precios de sus activos, la llamada "deflación de deuda y de activos"*] a consecuencia del ciclo de evolución de precios de los activos al final de los años ochenta y principios de los noventa, o, como en el caso de Italia, a consecuencia de serios problemas fiscales, de los cuales, uno de los más importantes es la enorme carga del servicio de la deuda. En esos países, la baja de los tipos de interés disminuyó las dificultades de varios sectores de sus economías, mientras que los nuevos tipos de cambio, más bajos y más competitivos, causaron un fuerte aumento de su demanda exterior. En la mayoría de ellos (salvo Finlandia, donde los problemas de ajuste de balances han sido

especialmente graves), ha tenido o va a tener lugar una modesta recuperación. La mayoría de esos países saldrían beneficiados si los tipos de interés continuasen bajando, especialmente si esas rebajas fuesen generales en Europa, lo que evitaría que presionasen hacia abajo los tipos de cambio y hacia arriba los de inflación.

REFORMA ESTRUCTURAL.

A partir de la pasada década, e incluso desde algo antes, los gobiernos de la OCDE -y otros de fuera de ella- tratan de realizar reformas económicas basadas en la premisa de que unos mercados abiertos y eficientes sometidos a la competencia interior y extranjera son la base de una economía dinámica y de alta renta. Las políticas que se siguen de esta premisa cubren muchas áreas: eliminar los obstáculos a un comercio internacional libre, tanto en bienes y servicios como en capital; introducir competencia en sectores donde no exista, entre ellos, los dirigidos directamente por los gobiernos; hacer que el mercado de trabajo sea más flexible para poder responder mejor a los cambios de tecnologías y de corrientes comerciales; liberalizar los mercados financieros tanto interiores como internacionales; reducir las distorsiones a los incentivos al trabajo, al ahorro y a la inversión mediante la ampliación de las bases imponibles y la reducción de los tipos marginales; mejorar la eficiencia del propio gobierno, y dictar medidas efectivas para que las decisiones tanto del sector público como del privado tengan en cuenta sus efectos sobre el medio ambiente.

Un examen de las decisiones gubernamentales de los últimos tres años para alcanzar dichos objetivos, las lecciones que se derivan de esa experiencia y las prioridades de acciones futuras se tratarán en un opúsculo que publicará la OCDE a principios de 1994, que se titulará *Juicio sobre la reforma estructural: lecciones para el futuro*. El juicio sobre esas decisiones es diverso. En mucho de esos países, se han emprendido reformas eficaces en esas áreas, pero en la mayoría de ellas aún queda mucho por hacer. Preocupa el estado de la política comercial: hay signos de que vacila el propósito de realizar una liberalización global de comercio internacional; aumentan las medidas proteccionistas unilaterales; hay más casos de "comercio dirigido" [*sobre todo mediante limitaciones supuestamente voluntarias a las exportaciones impuestas por el país importador, como las que afectan en tantos países a los coches japoneses.*], y los avances realizados consisten sobre todo en acuerdos comerciales regionales que incluyen un mayor número de países y más tipos de actividad.

Las reformas estructurales traen beneficios, pero también suponen costes. Queda mucho por estudiar respecto a esos costes y beneficios, y sobre sus efectos directos sobre los sectores afectados, y especialmente sobre su impacto en la evolución social y económica a largo plazo. Los datos empíricos de los estudios realizados hasta ahora en una serie de terrenos apuntan a que los beneficios son considerablemente mayores que los costes. Por ejemplo, los beneficios económicos de la liberalización del comercio son considerables, y su existencia y cuantía están probadas empíricamente. Muchos estudios muestran los grandes beneficios potenciales que se seguirían de la privatización y/o reforma de una serie de servicios ahora a cargo del sector público. Los países con mercados de trabajo menos regulados y más flexibles no sólo consiguen un crecimiento mayor del empleo, sino que también tienen muchos menos parados a largo plazo. La liberalización de los mercados financieros rinde importantes beneficios a ahorradores e inversores [*aunque si es excesiva, precipitada, o sin salvaguardas para casos especiales, puede causar problemas muy serios, como por ejemplo el de las Savings and Loans Associations americanas, que se vinieron abajo, y que han tenido que ser salvadas con un coste para el Presupuesto de miles de millones de dólares*], permitiendo un tratamiento del riesgo más flexible y más apropiado a cada caso. Por

último, se podrían reducir considerablemente los costes de protección al medio ambiente si se utilizaran instrumentos económicos en vez de acudir a una regulación directa.

Quizá lo más importante es que, en muchos casos, el no corregir políticas equivocadas acaba creando problemas cada vez más graves, ya que los agentes económicos ajustan su conducta a los incentivos aberrantes causados por esas políticas equivocadas, hasta que llega un momento en que éstas no se pueden continuar. Entretanto el coste de corregir la situación ha aumentado sustancialmente. Esto ha ocurrido en algunos países que retrasaron reformas financieras necesarias y también con ciertas políticas de sostén de precios agrícolas [como la *Política Agrícola Común de la Comunidad Europea*], cuyo coste aumenta cada vez más. Igualmente, la experiencia muestra que las políticas proteccionistas a la larga no pueden evitar ajustes en el empleo y en la producción causados por una integración internacional cada vez más intensa. Entretanto, esas políticas equivocadas no hacen sino aumentar el coste de los necesarios ajustes.

A pesar de los beneficios que produce una reforma estructural, en muchos casos resulta difícil de realizar. Esto se debe, en parte, a que requiere apoyo político, que muchas veces falta por dos razones:

- En general, los beneficios de la reforma estructural se dispersan ampliamente entre los consumidores, mientras que los perjudicados por ella suelen ser relativamente pocos, pero en una posición que les permite hacerse oír y protestar enérgicamente contra reformas que atentan contra sus intereses establecidos.
- Suele pasar algún tiempo antes de que los beneficios se hagan sentir, mientras que los costes se producen casi inmediatamente, lo que obliga a la autoridad a tomar medidas inmediatas para proteger los legítimos intereses de los perjudicados.

La reforma estructural sigue siendo necesaria a pesar de esas dificultades, pero éstas prueban la necesidad de una dirección firme e inteligente para vencer las resistencias que produce. La experiencia de los últimos años sugiere que para que tenga éxito será necesario, además de lo indicado más arriba, tener presente que:

- Si no se tiene en cuenta los efectos de los incentivos, pueden producirse costes elevados en el futuro, ya que los agentes económicos ajustan su conducta a los incentivos aberrantes que resultan de políticas inapropiadas.
- Un cambio en las circunstancias puede hacer que políticas antes razonables se hagan muy costosas; por ejemplo, controles del precio de la energía después de la subida brutal del precio del petróleo, o políticas de apoyo a los precios agrícolas cuando la productividad de la agricultura ha aumentado fuertemente.
- La naturaleza y campo de acción de la intervención gubernamental puede cambiar con el tiempo, ya que el progreso tecnológico reduce el campo de aplicación de los monopolios naturales.
- El sector de servicios, tradicionalmente protegido de la competencia internacional y a menudo sometido a una reglamentación minuciosa, debe ser, cada vez más, objeto de reformas.

- Con frecuencia, limitaciones legales a los gastos o ingresos presupuestarios suponen una gran ayuda a la realización de reformas estructurales.

Se debería dar la más alta prioridad a las siguientes cuestiones:

- Dar marcha atrás en la creciente erosión del sistema multilateral del comercio internacional y evitar que haya cada vez más "comercio dirigido" [*como lo acuerdos supuestamente voluntarios que limitan la importación de coches japoneses en muchos países europeos*]. Se necesita urgentemente aumentar los esfuerzos para conseguir una mayor liberalización, transparencia y equidad en el comercio internacional.
- Se han tomado algunas medidas para hacer la política agrícola más orientada por el mercado, pero aún queda mucho por hacer.
- Reformas en el mercado de trabajo -que generalmente requieren actuar en varios frentes y de modos apropiados a cada país- son necesarias para reducir el alto porcentaje de paro existente. Políticas macroeconómicas apoyando la recuperación serán una ayuda [*pero no bastarán*], porque la mayor parte del paro es de naturaleza estructural, y requiere por ello remedios estructurales.
- Es preciso emprender reformas para alcanzar un mayor grado de competencia en sectores hasta ahora muy protegidos. En muchos de ellos, pueden conseguirse grandes mejoras de su eficiencia y ampliar el campo de aplicación de avances tecnológicos aplicando disciplinas del mercado dentro del sector público, mediante la privatización de ciertos sectores del mismo, o mediante su desregulación o cambios en su reglamentación.
- Reformas sustanciales en los sistemas sanitario y de seguridad social son necesarias en un número de países para evitar el aumento explosivo de gastos presupuestarios en esas áreas, para mejorar sus servicios y para hacer frente a incentivos inapropiados que afectan otras áreas de la economía.
- Respecto a la protección del medio ambiente, hay fuertes argumentos en favor de emplear incentivos económicos en vez de regulación.

Esta lista no es exhaustiva: según el país, en algunas áreas -entre ellas la política impositiva y la reforma del mercado financiero- reformas apropiadas pueden producir beneficios considerables.

JUICIO SOBRE LA SITUACION MACROECONOMICA GENERAL.

[El informe hace pronósticos numéricos sobre la evolución de las magnitudes macroeconómicas más importantes en 1994 y 1995, que no reproducimos en vista de su poca fiabilidad en el pasado.]

Un riesgo importante es que la inflación siga relativamente alta en Alemania y que [*por ello*] se retrase la suavización de las políticas monetarias en Europa. Otro, que el ajuste de balances [*de familias y empresas, es decir reducir el endeudamiento de ambas y los morosos e incobrables del sector bancario*] en Japón sea más lento de lo esperado. Por el contrario, como el ajuste de balances va avanzando satisfactoriamente en EE.UU., la recuperación en su economía podría ser más fuerte que lo esperado. Otro riesgos de la presente situación son: la posibilidad de que el

paro cíclico se haga estructural, especialmente en Europa; que una economía débil haga difícil consolidar los balances presupuestarios [*reducir el déficit*]; y que la perspectiva de una economía débil haga aumentar las tendencias proteccionistas que han puesto en peligro el sistema multilateral de comercio.

TENDENCIAS RECIENTES Y PRONOSTICOS.

Respecto a los tipos de interés, los rendimientos de los bonos [*o sea los tipos a largo plazo*] bajaron en 1993 en casi todos los países, especialmente en Europa [*una buena noticia, que significa que se cree que la inflación futura se mantendrá baja y el recurso del sector público al mercado de capitales no será excesivo*]. En EE.UU., los tipos a corto subirán algo para evitar que aparezcan tendencias inflacionarias, lo que mantendrá relativamente estables los a largo [*aquí el informe parece creer que el Fed va a subir los a corto, lo que, según algunos, podría poner en peligro las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Sin embargo, el informe no entra en la polémica de si hay que subirlos ahora o dejarlo para más adelante.*] En Japón, ambos seguirán muy bajos, debido a la debilidad de su economía. Y en Europa, Alemania bajará los a corto lentamente, seguido por los demás europeos, y los a largo bajarán al reducirse la inflación en 1994 y 1995.

FUERZAS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA.

Las fuerzas negativas más importantes -presentes desde hace varios años- son el excesivo endeudamiento del sector privado fuera de Europa continental; tipos muy altos en esta región; paro creciente y temor a quedarse parado, lo que -lo mismo que ese endeudamiento excesivo- ha hecho bajar el gasto familiar y empresarial; la dureza de la política monetaria del Bundesbank, necesaria para acabar con el recalentamiento que siguió a la unificación, que ha obligado a los demás países de Europa continental a seguir una política igualmente rigurosa inapropiada a su condición económica; la fuerte subida del yen, y los fuertes déficit presupuestarios en muchos países, que obligarán a un serio futuro esfuerzo para reducirlos, con los consiguientes efectos deflacionarios.

Fuerzas positivas son la probable baja paulatina de los tipos de interés a corto, siguiendo al Bundesbank, y la consiguiente continuación de tipos bajos a largo; un modesto aumento de las exportaciones debida al progreso económico de países de fuera de la OCDE, y en algunos de ella -España, Italia, Gran Bretaña y algunos nórdicos- a la devaluación de sus monedas; la recuperación del gasto de las familias al reducir éstas su ahorro ante las mejores perspectivas económicas, y su efecto positivo sobre el gasto de las empresas.

PELIGROS DE LA PRESENTE SITUACION.

Para que la esperada recuperación tenga lugar, es preciso que las condiciones monetarias se suavicen, que la mejora de los balances de familias y empresas continúe, que la confianza en el futuro aumente, que el paro disminuya y que la inflación siga baja. Si una o varias de esas circunstancias falla, la recuperación se retrasará o será demasiado débil. Así, es posible que las presiones inflacionarias y salariales no bajen en Alemania, con lo que los tipos de interés allí y en el resto de Europa continental continúen altos, ahogando la recuperación; que los problemas de ajuste de balances continúen graves en algunos países e incluso que empeoren, especialmente si los precios de los inmuebles continúan bajando [*el informe parece referirse a Japón*] y que el paro

continúe alto, con la consiguiente erosión de la confianza de familias y empresas [y baja de la demanda].

Si el paro continúa alto y el crecimiento débil, las necesarias reformas estructurales serán más difíciles de realizar, especialmente en el mercado de trabajo, donde ciertos ajustes pueden ser necesarios en áreas particularmente delicadas, como nivel y duración del subsidio de paro, y las medidas legislativas que protegen a los que tienen trabajo a expensas de los que no lo tienen, [como la legislación laboral española sobre despidos]. Además un paro elevado agrava las ya fuertes tendencias proteccionistas.

POLITICAS MACROECONOMICAS. ALGUNAS MEDIDAS PARA MEJORAR LA CALIDAD DEL GASTO GUBERNAMENTAL.

[A continuación el informe examina las políticas monetarias y fiscales de los países miembros y hace recomendaciones sobre hacer más eficaz la acción gubernamental, en esencia, aproximando su gestión a la de la empresa privada.]

PUNTOS ESENCIALES DEL INFORME.

[La presente recesión es menos profunda que las anteriores, pero más prolongada, más extensa y probablemente con una recuperación más lenta y más expuesta a recaídas temporales.]

[La necesidad de proceder a una consolidación presupuestaria importante, -es decir reducir el déficit, en la mayoría de los países-, hace poco menos que imposible aplicar la sola política presupuestaria como medio de salir de la recesión. Medidas de política monetaria (bajar los tipos de interés) tienen que ser el arma principal.]

[No bastarán medidas monetarias y fiscales: es preciso también proceder a reformas estructurales, especialmente sobre el mercado de trabajo, excesivamente rígido, que está causando un paro muy alto. Sin esa reforma del mercado de trabajo, es imposible reducir el paro.]

[Notables deficiencias en el modo de actuar del sector público hacen necesario mejorar su gestión, incorporando a ella elementos que aumenten su competencia, para que se aproxime más al modo de actuar de la empresa privada, sobre todo respecto a costes y flexibilidad laboral. Una recomendación delicada y difícil de llevar a cabo, ya que supondría reducir, o incluso eliminar en algunos casos, características esenciales del funcionariado.]

LA SITUACION EN ESPAÑA.

La recesión se agravó en la primera mitad de 1993, subiendo el paro hasta más del 22%. La creciente debilidad ayudó a contrarrestar los efectos inflacionarios de la depreciación de la peseta, de modo que la inflación en los precios al consumo ha bajado al 4,5% y el déficit corriente a un 2,25% del PIB en 1993. El mix de políticas se ha hecho más equilibrado: la política fiscal se ha hecho más dura y la monetaria más blanda. Se espera que una desaceleración de los aumentos de salarios y unos tipos de interés más bajos, así como mejoras en la competitividad exterior impulsen una recuperación lenta, pero a pesar de ella el paro probablemente será cerca del 24% hasta 1995.

[A continuación, el informe describe muy brevemente la evolución de la economía española y de las políticas fiscal, monetaria y salarial en 1993 y acaba con los siguientes].

Pronósticos:

Se prevé que gracias a la moderación salarial podrá mantenerse la baja del 15% en los costes laborales unitarios sobre su nivel del fin de 1991, lo que hará que las exportaciones sean el principal motor de crecimiento del PIB en 1994. Por el contrario, la demanda del sector privado continuará deprimida, debido a que seguirá la baja en la inversión, reflejando la baja cíclica en los beneficios y perspectivas inciertas unidas a un exceso de capacidad. Puede que el consumo privado aumente un poco al bajar la tasa de ahorro hasta el nivel de su tendencia a largo plazo. Se estima que la demanda interior continúe poco más o menos estancada, pero gracias a mayores exportaciones el PIB puede que aumente un 0,25% en 1994. Este modesto aumento y los efectos adversos de las importantes subidas de salarios reales en 1992 y 93 (2% anual en un período de caída de ventas y deterioro de la relación real de intercambio) apuntan a que el paro aumentará probablemente hasta cerca del 24% a principios de 1994. Si los salarios aumentan menos del 3% en 1994 (más o menos la mitad que en 1992), esto, unido a los efectos decrecientes de la depreciación de la peseta, hará que la inflación al consumo baje hasta quizá el 3,5% al fin de 1994.

Se estima que la recuperación irá ganando fuerza en 1995, al aumentar la inversión privada y el consumo en bienes duraderos de los consumidores privados. El motor principal de la recuperación serán el aumento de la confianza en toda la OCDE, y del *cash flow* [beneficios + amortizaciones] de las sociedades resultante de la baja de los tipos de interés y de la importante subida de la productividad desde 1992. Sin embargo, el paro sólo bajará muy poco en 1995, en parte porque las rigideces en el mercado de trabajo hacen que los empresarios se resistan a contratar nuevos trabajadores especialmente en un período de incertidumbre como el actual. El déficit corriente puede que baje hasta alrededor de 10.000 millones de dólares en el período cubierto por este pronóstico (fue de una media de más de 17.000 millones en 1990-92).

La moderación salarial y la consolidación fiscal [*baja en el déficit presupuestario*] son los elementos clave para que este pronóstico se cumpla. Si no se dan, habrá mayor inflación, tipos de interés más altos y menos crecimiento del PIB; y el paro, ya altísimo, continuará aumentando.

SISTEMA FINANCIERO

EL PARADOJICO COMPORTAMIENTO DE LA BOLSA ESPAÑOLA

En 1993, los mercados de capitales han vivido un año de euforia, con una espectacular subida de las cotizaciones en las bolsas españolas.

Seguramente, para los no expertos en los complejos mecanismos que determinan la dinámica de la inversión financiera, de la especulación y del riesgo, tan brillante resultado no deja de ser paradójico en un año en que el balance real de la economía española, tal como lo muestran los indicadores disponibles, presenta pasivos muy importantes dentro de una tónica recesiva de la actividad económica.

"Cuadernos" ha solicitado de cuatro reputados conocedores del mercado de capitales español, su autorizada opinión sobre el ejercicio bursátil de 1993.

Las páginas que siguen, recogen los interesantes puntos de vista de Raimundo Ortega, Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A., de Cesar Alierta, Presidente de Beta Capital, de José Luis Feito, Socio-Consejero de AB Asesores y de Javier Ramos Gascón, Agente de Cambio y Bolsa, a quienes "Cuadernos de Información Económica" agradece su colaboración.

LA BOLSA: ¿DOS AÑOS PARALELOS?

Raimundo Ortega

La espectacular subida de la Bolsa ha sido una de las pocas sorpresas agradables que 1993 nos ha deparado. Contrariando los cautelosos pronósticos iniciales de los expertos, los mercados de capitales vivieron un ejercicio eufórico que no se limitó al mercado de renta variable, sino que se extendió también a los de renta fija-pública y privada- y productos derivados.

El cuadro núm. 1 intenta resumir las cifras más significativas de esos mercados y no precisa demasiados comentarios adicionales. Como puede comprobarse el índice bursátil muestra un incremento espectacular, sólo superado entre las Bolsas occidentales por Estocolmo. Vale la pena añadir que si midieramos su evolución en dólares, la subida sería de un 20%, justo el alza experimentada por el índice mundial que elabora *Morgan Stanley Capital International*. Destacan, igualmente, los cuantiosos aumentos registrados en la negociación de los dos mercados

organizados de renta fija y la marcha triunfal del mercado de opciones y futuros, que se está colocando rápidamente entre los más activos de Europa.

CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DE LOS MERCADOS DE CAPITALES			
	1993	1992	Δ %
1. I.G.B.M.	322,77	214,25	50,7
2. Contratación Efectiva: A)	7.136,5	4.485,0	59,1
2.1. Renta Fija Privada Bursátil A)	957,0	437,0	119,0
3. Capitalización Bursátil B)	23.723,7	17.644,1	34,5
4. Renta Fija Mercado A.I.A.F.	2.007,8	3.945,0	96,5
5. Opciones y Futuros Renta Variable	14.593.034	5.310.193	274,8
6. Deuda Pública del Estado en poder de No residentes	4.253,0	1.912,5	222,4
* Los datos 1, 2 y 3 se refieren a la Bolsa de Madrid.			
* * Las cantidades son en miles de millones de Pts., excepto las de la fila 5 que reflejan número de contratos negociados en el mercado MEFF.			
A) Cifras estimadas.			
B) Los datos de 1993 son a 30 de noviembre.			
Fuente: Bolsa de Madrid, A.I.A.F., MEFF Renta Variable y Banco de España.			

La primera parte de este artículo pretende ofrecer al lector una recopilación por otra parte ya muy conocida, de las razones que explican tan brillante ejercicio, reservando para la segunda y última el intento de ordenar los argumentos utilizados por los analistas en este momento para predecir que 1994 será, también, "un buen año".

I. LAS RAZONES DEL EXITO EN 1993.

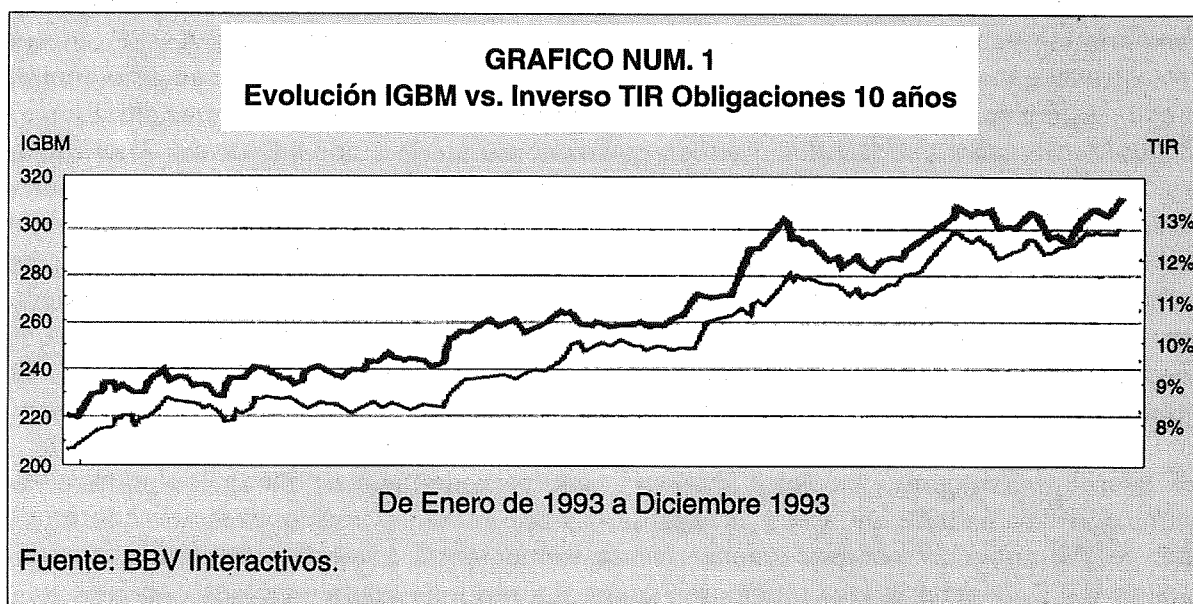
A la hora de aislar las causas explicativas del brillante ejercicio bursátil de 1993, los analistas son unánimes al conceder la mayor importancia al descenso de los tipos de interés. El gráfico núm. 1 refleja mejor que cien palabras la imagen que el variado entorno bursátil ha manejado a la hora de juzgar la evolución de la Bolsa. La trayectoria del mercado en 1993 ha sido analizada, y lo que es más importante *prevista*, en función de las expectativas de los tipos de interés; y esas expectativas han sido bajistas desde el principio, pero de forma muy destacada a partir de principio de agosto, cuando los países miembros del mecanismo de cambios del S.M.E. decidieron ampliar la banda de fluctuación de sus divisas en un 15% a cada lado.

Pero el descenso de los tipos de interés no explica por sí solo la evolución de las cotizaciones, ya que es preciso comprender un cambio, de carácter teórico, de indudable importancia: a saber, los analistas con más prestigio en los mercados internacionales -y consecuentemente los boletines que publican y difunden- decidieron que seguir utilizando el criterio tradicional del PER como medio de valorar el mercado se prestaba a claros errores -habida cuenta de la inestabilidad en la relación entre el PER adecuado y la rentabilidad obtenida en inversiones alternativas, especialmente deuda pública. Por lo tanto, si se comparaba el PER de la Bolsa de Madrid con su media histórica podría llegarse, decían, a conclusiones equivocadas, habida cuenta que los tipos de interés a corto se hallaban en mínimos históricos. De acuerdo con sus cálculos econométricos,

la relación tipo de interés a corto/beneficios explicaba mejor la variación del índice bursátil que la relación precio/beneficio.

El segundo factor explicativo es, sin duda, la evolución favorable de las grandes bolsas internacionales. Nueva York, Londres, París, Francfort y Amsterdam, por citar sólo las principales, han registrado ganancias espectaculares y alguna de ellas se ha situado en niveles históricos máximos. Varias han sido las causas de esa evolución: en EE.UU. y Gran Bretaña la certeza de una recuperación de sus economías; en los países comunitarios, además de las esperanzas de bajas en los tipos de interés, las expectativas de una mejoría clara de la coyuntura económica en 1994 y, en todo caso, la confianza en una recuperación de los beneficios empresariales durante el año recién comenzado. Además, ha contribuido poderosamente la apreciación del dólar frente a casi todas las monedas, con el consiguiente efecto incentivador en la inversión extranjera. En el caso de España, con un depreciación de la peseta respecto al dólar del orden del 19% en 1993, la inversión extranjera neta se había incrementado hasta finales de septiembre dos veces y media respecto a la del conjunto de 1992.

En ese contexto general la Bolsa española vivió tres etapas muy claras. La primera puede fecharse entre comienzos de año y finales de marzo: en ella el índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM) subió 27 puntos, gracias, fundamentalmente, a los dos descensos del tipo de descuento del Bundesbank y su reflejo en España. La segunda etapa va desde primeros de abril hasta finales de julio y el IGBM exhibe una ganancia de 21 puntos, producto de la influencia de diversos factores. Los tres cuartos de punto que descendió el tipo de descuento alemán permitieron, sin duda, que el Banco de España redujese su tipo básico de intervención, de tal forma que el día 3 de agosto se situaba en un nivel del 10,5 frente al 13,75 con que se había iniciado el año. Bien es cierto que para ello había sido preciso depreciar dos veces la peseta, pero la mejoría de competitividad que ello proporcionaba a nuestra empresas exportadoras no fue pasada por alto por el Mercado. A finales de marzo los partidos de centroderecha habían obtenido un triunfo rotundo en las elecciones francesas, y sin embargo la pérdida de la mayoría absoluta por parte del PSOE en las generales del 6 de junio no parecía inquietar demasiado a los analistas bursátiles, que en todo caso reforzaba su tranquilidad con la ratificación del Tratado de Maastricht por el Parlamento británico el 23 de julio. La tercera y más brillante etapa de nuestro mercado bursátil tiene como escenario los meses que van de comienzos de agosto a finales de año. La ganancia de 55 puntos en el IGBM se explica fundamentalmente por el clima de euforia desatado por la ampliación de las bandas de fluctuación de las paridades en el mecanismo de cambios del SME. La opinión era unánime: hay que esperar fuertes descensos de los tipos de interés y políticas económicas de signo reactivador. Los hechos parecen dar la razón a los analistas, al menos en lo que a tipos de interés se refiere: a finales de octubre el tipo de descuento alemán se sitúa un punto por debajo del vigente a comienzos de julio y nuestro Banco de España había reducido, para mediados de noviembre, en punto y medio el básico de intervención. Y aun cuando fracasasen las conversaciones sobre un "pacto social" y surgiesen amenazas sobre movilizaciones y huelga general, el clima de optimismo bursátil -momentáneamente sobresaltado por la suspensión de cotización de las acciones de Banesto- se sentía afianzado, en el plano internacional tanto por las previsiones de la OCDE para 1994 como por la firma del acuerdo GATT, en tanto que, en la escena doméstica, la aprobación de los Presupuestos Generales para 1994 y el anuncio de medidas para reformar el mercado de trabajo reforzaban sus pronósticos optimistas cara a 1994. El resultado ha sido esa ganancia del 51% que el IGBM mostraba al finalizar el año.



II. CLAVES PARA ENTENDER LOS PRONOSTICOS SOBRE 1994.

Como antes he indicado, la evolución de la Bolsa durante el año pasado sorprendió no sólo por su deslumbrante trayectoria alcista sino porque esta se desarrolló sobre el transcurso de una de las más profundas crisis de la economía española en los últimos 45 años. Ante tal divorcio y cuando uno se dispone a interrogarse respecto a cual puede ser la evolución bursátil este año, cabe preguntarse si tiene alguna utilidad examinar las previsiones macroeconómicas.

La respuesta ha de ser afirmativa por dos razones. Ante todo porque los propios analistas bursátiles se han trazado, con mayores o menores diferencias en los rasgos secundarios, un cuadro básico de la economía española en 1994. La segunda justificación reside en la conveniencia de evitar la sensación de desconcierto que se produjo en 1993 y reconocer que las auténticas diferencias surgen, sobre todo, a la hora de interpretar y valorar datos básicamente idénticos.

Dicho esto, ¿qué se espera de la economía en 1994? El previsible descenso del PIB en 1993 -del orden del 1%- dará paso a una tímida recuperación a partir del segundo trimestre, que podría situar nuestro producto en tasas de crecimiento real del orden del 0,7/0,8% en este año. La demanda interna seguirá débil hasta finales de año, con un consumo afectado por unas expectativas desfavorables respecto al crecimiento de las rentas y una inversión fija que, aun cuando mejore en relación con las tasas negativas de 1993, registrará todavía un descenso en torno al 2%. Solamente el saldo exterior neto continuará mostrándose este año como el pilar más firme del crecimiento global de la economía.

En este contexto, los analistas señalan con cierta alarma, que en todo caso es menor que la mostrada por otros agentes económicos, como, a pesar de la débil actividad económica, la inflación no acaba de contenerse. Y, ciertamente, la cifra del 4,9% ha sido peor que la esperada. También las posibilidades de reducir el déficit público se contemplan con escepticismo; es más, se espera un empeoramiento que lo elevaría al 8% del PIB para el total de las AA.PP.. Aun con todo, la opinión general es que el Banco de España deberá aceptar un descenso adicional de los tipos de interés, especialmente los a corto que podrían acabar el año en niveles situados entre el 7,50/7,70 reduciendo a casi dos puntos el diferencial con los tipos alemanes. Ahora bien, la más mínima resistencia del Bundesbank a bajas adicionales en sus tipos podría traducirse en una debilidad acentuada de la peseta. Los analistas internacionales, por su parte, añaden algunas pinceladas a ese cuadro. La primera, que la evolución de las grandes bolsas mundiales, con la excepción de Tokio, seguirá siendo alcista. Y aun cuando, al volver sus ojos hacia España se muestran cautelosos respecto a las consecuencias de las reformas del mercado de trabajo, a las posibilidades de atemperar las remuneraciones de los trabajadores al incremento de la productividad y a la estabilidad en los acuerdos PSOE-CIU, su actual opinión sobre las perspectivas de nuestra Bolsa son claramente optimistas cara a 1994. Podría decirse, en resumen, que todos los que siguen la evolución del mercado piensan que la evolución lenta de una actividad que pasaría de la actual depresión a una recuperación modesta es contemplada como la mejor garantía tanto para consolidar las expectativas de posteriores descensos de los tipos de interés como de la continuación en la tarea de reformar el mercado de trabajo y mejorar la competitividad de las empresas.

Con ese transfondo, el paso hacia la previsión puramente bursátil precisa de un puente sostenido en los pilares que a continuación trataré de resumir:

1. La ya citada recuperación de la economía -con tasas de crecimiento del orden del 1% para este año y algo superiores al 2% en 1995- como garantía cierta de la recuperación de los beneficios empresariales, en la cual influirá, también, la menor carga financiera y la contención salarial.
2. Un descenso adicional de los tipos de interés. La opinión, más o menos unánime, es que el Banco de España utilizará cualquier margen de maniobra, por reducido que sea, para bajar los tipos de interés. Niveles del 7/7,25 para los a corto y del 7,8/8,10% para los a largo plazo son los pronósticos más generalizados para finales de este año.
3. El optimismo respecto a la evolución de las principales bolsas mundiales; evolución que seguirá afectando muy directamente a la Bolsa española, que se beneficiaría también -aun cuando en menor proporción que en 1993- de la apreciación del dólar respecto a la peseta.
4. La política de privatizaciones. La impresión dominante es que este año proseguirán las medidas iniciadas en 1993 y saldrán al mercado títulos por un volumen cifrado en unos 450.000 millones de pesetas.
5. El esperado descenso en los tipos de interés tenderá a favorecer en los dos próximos años las rentabilidades obtenidas en Bolsa frente a las derivadas de la colocación en Deuda Pública. Ello atraerá, lógicamente, a la inversión institucional. Se calcula que un aumento de la inversión de los Fondos de Renta Variable del 1 al 5% de sus carteras supondría una afluencia al mercado de casi medio billón de pesetas.

Es claro que de esos cinco factores el más relevante es la evolución de los tipos de interés. Dejando a un lado un grave empeoramiento del clima socio-político, la Bolsa seguirá subiendo en la medida que continúen los descensos en los tipos de interés. Ahora bien, esas subidas serán irregulares y poco duraderas si la reducción del precio del dinero se basa en la continuidad de la atonía de la actividad económica; por el contrario, sólo la reducción de los diferenciales de tipos con las economías centrales de la Unión Europea anunciaría una mejora de nuestros desequilibrios básicos, la consolidación de los beneficios empresariales y, por lo tanto, la continuación firme del actual ciclo bursátil alcista.

Semejante optimismo se refuerza cuando los analistas estudian los llamados "factores intrínsecos" y confirman su conclusión que nuestra Bolsa sigue infravalorada. En efecto, cuando se tiene en cuenta el comportamiento histórico del mercado y se ajusta con los supuestos de un crecimiento medio del PIB para el bienio 94-95 del orden del 2% y unos tipos a corto en torno al 7%, el crecimiento adicional situaría al IGBM para finales de año entre el 360 y el 370. Conviene repetir que tales proyecciones se basan en un análisis de esos factores intrínsecos que descarta los sistemas más tradicionales, según los cuales la mayoría de las bolsas mundiales -y Madrid sería un buen ejemplo- negocian sus acciones a niveles muy altos -de nuevo podemos citar a Madrid-, con un multiplicador del 16 en 1993 frente a una media histórica del 10.

Pues bien, durante gran parte del año pasado, la inversión que afluyó hacia nuestro mercado estaba atraída por el convencimiento que muchas sociedades cotizadas ofrecían unos beneficios potenciales elevados, que la coyuntura económica deprimía temporalmente. Vuelve así a surgir la duda, antes expresada, respecto a las posibilidades de una recuperación no-inflacionaria de la economía, única vía para cimentar unos beneficios empresariales que sostengan una relación precio/beneficio equilibrada.

En resumen, 1994 será un año difícil pero muy interesante no sólo para analistas, gestores de fondos e inversores finales, sino también para quienes únicamente seguimos la evolución bursátil con el interés teórico que siempre despierta un mercado que, al menos en teoría, nos dice por adelantado cómo se va a comportar la economía real. Deseo expresar, para terminar, una advertencia: y es que, detrás de ese horizonte despejado se adivinan nubarrones que, si bien podrían desvanecerse sin mayores consecuencias, nadie puede descartar en estos momentos que no den lugar a un fuerte temporal que, una vez pasado el "efecto enero" es decir, el fenómeno estacional, compartido por numerosas Bolsas, que produce un aumento significativo de las rentabilidades, especialmente en la segunda quincena de ese mes se lleve por delante algunas cosechas a punto de recogerse.

LA BOLSA EN 1993 Y PERSPECTIVAS PARA 1994

César Alierta

1. Introducción.

El presente artículo pretende aportar algunas ideas para explicar la aparente paradoja que puede suponer que el mercado bursátil haya experimentado una subida próxima al 50%

precisamente en el momento de recesión económica más severa de las últimas décadas, así como vislumbrar cuáles pueden ser los grandes condicionantes de la evolución de la Bolsa en 1994.

Siempre se ha dicho que la Bolsa es un buen termómetro de la economía, pero hay poca o nula evidencia de que tenga que estar en fase con el ciclo económico, y aún menos de que esa anticipación deba producirse siempre del mismo modo.

2. Hechos relevantes en 1993.

De entre la ingente cantidad de noticias tanto macro como microeconómicas que a lo largo del año han incidido en el mercado, varios son los hechos que podemos destacar como más significativos:

a) *Bajada de tipos de interés.* Una reducción de tipos (*ceteris paribus*) siempre es positiva desde el punto de vista bursátil porque:

- Reduce las cargas financieras de las sociedades, cuyos ahorros por este concepto pasan directamente a una mejora en la cuenta de resultados.
- Eleva el precio de los activos financieros, consecuencia de la reducción de las tasas de descuento aplicables a los flujos derivados de los mismos.
- Disminuye el atractivo de la "competencia" de la Bolsa en términos de instrumentos de inversión, ya que baja la rentabilidad de los activos de renta fija.

En 1993, las bajadas de los tipos han sido extraordinariamente intensas tanto en el extremo corto de la curva como en el largo, con bajadas de 4,75% y 6%, respectivamente. Este hecho por sí solo ha impulsado el multiplicador del mercado (*ratio* precio/beneficio) desde 10 veces a comienzos de año hasta 17 veces a final. Por tanto, no es reduccionista decir que el factor decisivo para las subidas del mercado en 1993 ha sido la bajada de tipos y, por tanto, la mayor valoración que los agentes han hecho de esos activos financieros, habiendo quedado absolutamente relegados los beneficios como factor impulsor de las cotizaciones, y atendiendo las subidas exclusivamente a la mayor valoración que los inversores otorgan a esos mismos beneficios.

b) *Devaluaciones de la Peseta.* La política monetaria restrictiva que en España se practicó desde finales de los ochenta y comienzos de los noventa resultó en una peseta sobrevalorada en razón de las teorías de determinación del tipo de cambio que aparecen en los manuales de macroeconomía. Los propios mercados de divisas se encargaron de corregir bruscamente esta sobrevaloración acumulada de nuestra moneda, lo que devolvió súbitamente a las empresas exportadoras españolas buena parte de la competitividad que habían venido perdiendo en los últimos años.

Además, el principal efecto pernicioso de las devaluaciones -aparte de una cierta merma de credibilidad-, como es el efecto de inflación importada, se ha visto muy mitigado al coincidir con la fase más depresiva del ciclo y con un momento en que los precios de las principales materias primas en el mercado mundial se han orientado a la baja.

Por contra, también se ha producido paralelamente un quebranto en aquellas compañías que estaban endeudadas en divisas, aunque este efecto ha sido compensado con creces por la rebaja de cargas financieras.

c) Ampliación de las bandas del SME. La constatación de la imposibilidad de llevar a cabo el proceso de convergencia nominal recogido en el Tratado de Maastricht en un escenario fuertemente recesivo en toda Europa forzó, el 1 de Agosto, el abandono de la disciplina cambiaria, y abrió las puertas para desarrollar políticas monetarias más autónomas y beligerantes para combatir la crisis económica.

Así lo entendieron todas las plazas bursátiles europeas que respondieron con fuertes subidas en el mes de Agosto, a las que no fue ajena el mercado español. Esta circunstancia de abandono de las bandas del SME va, pues, íntimamente ligada a la bajada de tipos de interés, y constituye, desde nuestro punto de vista, la piedra angular de la evolución bursátil en la última parte de 1993.

3. Perspectivas para 1994.

Los tipos dejan paso a los beneficios. Los motores de la Bolsa dejará de ser, progresivamente, en 1994 la bajada de tipos, cuyo recorrido se presenta ya bastante menor (especialmente en el tramo largo), para ir cobrando más importancia la recuperación de los beneficios empresariales en 1994.

Las empresas ya han efectuado, en gran medida, sus planes de ajuste de costes tanto laborales como financieros, y se hallan en condiciones de recuperar progresivamente sus márgenes y, por tanto, sus beneficios. Nuestra estimación de crecimiento por acción para 1994 la ciframos en torno al 15% para el conjunto de las sociedades cotizadas en Bolsa.

Será pues, un año más micro y menos macro desde el punto de vista bursátil, con una economía aún sin brillo, aunque más limpia que en 1993, y, en circunstancias similares, las bolsas de los países que nos anteceden en la posición del ciclo económico rompieron máximos históricos, por lo que España no debe ser una excepción.

El flujo de fondos. Pienso que el flujo de fondos, hacia el mercado de renta variable a ser claramente positivo. La inversión doméstica institucional ha sido, por tradición, férreamente conservadora y preferentemente orientada al muy corto plazo; de hecho, el porcentaje de esta inversión materializada en renta variable no llega al 1%, lo que nos sitúa claramente por debajo no sólo de los países más desarrollados, sino incluso de países como Portugal. Para explicar esta extrema aversión al riesgo, una de las principales razones a las que hay que acudir es el elevado nivel de los tipos de interés que tradicionalmente han regido en nuestro país. Esta situación se presenta radicalmente distinta en 1994, con unos tipos sin riesgo que apenas superarán el 7%, y ante los cuales un porcentaje progresivamente mayor de esa inversión institucional optará por ir pasándose a valores que ya ofrecen esa rentabilidad exclusivamente en razón al dividendo repartido y, por tanto, sin tener en cuenta más que probables revalorizaciones en el precio.

Mención especial requiere, al hablar del flujo de fondos, la inversión extranjera, no tanto por su importancia cuantitativa (que llega ya al 30% y es creciente, como corresponde al grado de internacionalización de nuestra economía), sino por su indudable importancia cualitativa, pues ha demostrado marcar la tendencia del mercado de manera autónoma en momentos de indecisión, apatía o incertidumbre sobre los fundamentales de nuestro mercado.

GRAFICO NUM. 1
INDICE DE LA BOLSA DE MADRID E INVERSA DE TIPOS A LARGO 13/1/94

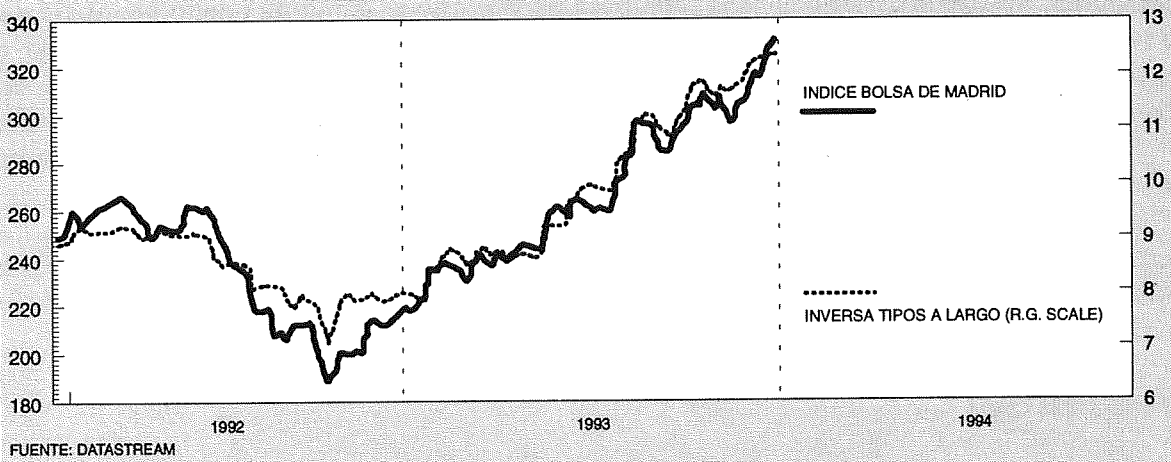
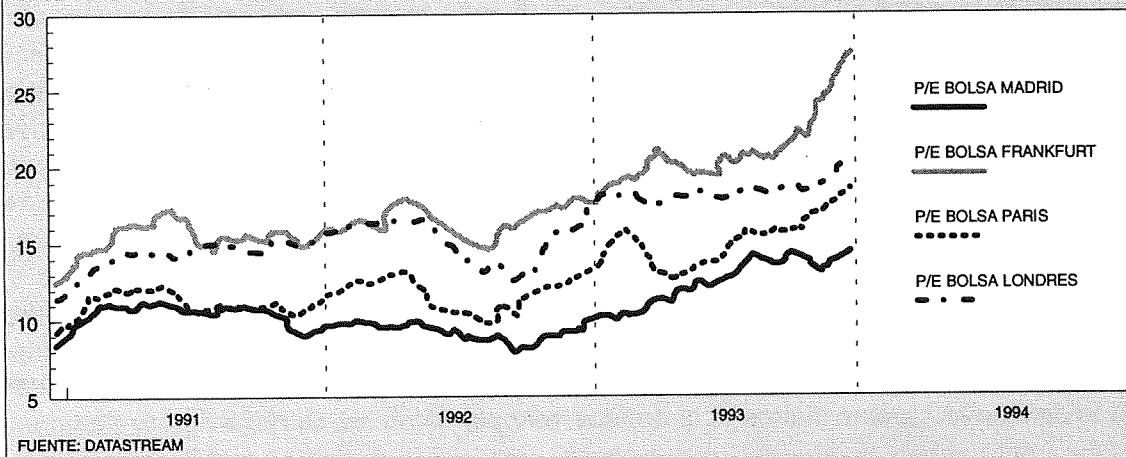


GRAFICO NUM. 2
RATIOS P/E DE DIFERENTES MERCADOS EUROPEOS 13/1/94



A este respecto, pensamos que, en ausencia de turbulencias no estrictamente económicas o financieras, no existen motivos fundados para pensar que la prima de riesgo percibida por los inversores extranjeros acerca del mercado español vaya a incrementarse en 1994 (de ahí la importancia de tener la casa en orden y de no dar mala imagen o provocar desaires de mal anfitrión). Por tanto, ese flujo debe seguir respondiendo en el futuro, pues el mercado español, por valoración, sigue estando entre los más baratos dentro de los principales mercados desarrollados del mundo.

En este sentido, la inversión institucional de fondos de EE.UU. ha comenzado a mirar hacia Europa de una forma más privilegiada como el bloque económico que tomará en 1994 el relevo de Estados Unidos en la fase definitiva de salida de la recesión.

4. ¿Y al final qué?

Por último, faltaría por comentar de qué nos podemos servir a la hora de materializar estas buenas perspectivas, teniendo como premisa algunas orientaciones generales.

Si por algo se caracteriza el inversor en Bolsa es por aceptar, en mayor o menor grado, un riesgo, asumiendo, por un lado, el riesgo sistemático inherente al mercado en su conjunto y, adicionalmente, los riesgos no sistemáticos asociados a cada valor en función de su beta^(*). Sin embargo, dentro de esta incertidumbre sí sabemos algunas cosas que pueden sernos de utilidad a la hora de invertir en Bolsa en 1994.

Sabemos, por ejemplo, que en la primera parte del año habrá compañías que, por tener un volumen de deuda elevado, se beneficiarán en mayor medida de unos tipos de interés sensiblemente más bajos. Sabemos que hay compañías orientadas a producciones cuya demanda está bastante asegurada porque permanece, en buena medida, aislada de una coyuntura económica que se presume continuará aún débil, especialmente en lo referente al consumo, durante los primeros trimestres del año. También sabemos que va a ser un buen año para el turismo y las actividades relacionadas con las exportaciones. Y además estamos convencidos de que la fuerte licitación experimentada en los últimos trimestres -especialmente en obra pública- dará ya en 1994 la cara en forma de actividad constructora, una vez que el Estado ha procedido a liquidar en 1993 buena parte de las deudas atrasadas con las empresas constructoras.

A partir de esa primera mitad de año, algunos indicadores económicos deberán empezar a confirmar que la recuperación económica, aunque modesta, es ya evidente, y entonces compañías de sectores más cíclicos, como químicas, papeleras etc... pueden empezar a aparecer en las listas de los principales diarios económicos del país como las de rendimiento semanal más elevado.

En definitiva, si en 1993 se escuchó atentamente en los comités de inversión la voz de los macroeconomistas sobre cuánto iban a bajar los tipos de interés, y cuál debía ser el valor correcto de la peseta, este año se presenta más proclive al lucimiento de los analistas sectoriales que mejor afinen con las compañías en cuestión.

(*) Beta es una medida de riesgo. A mayor beta, mayor riesgo. Beta representa el porcentaje medio de cambio en el precio de un valor comparado con el porcentaje de cambio del índice del mercado.

Por último, podemos finalizar las perspectivas bursátiles de 1994 aludiendo a las mismas palabras con las que comenzábamos este artículo para justificar la subida de 1993; en definitiva, al hecho de que los inversores en Bolsa buscan anticiparse a lo que más tarde sucede en la economía real. Por tanto, no es ni mucho menos, aventurado decir que quienes están invirtiendo en Bolsa en estos momentos no están pensando en si el momento de giro o recuperación de la economía española ha empezado ya o va a comenzar en algún trimestre próximo, sino, sencillamente, en cómo vamos a estar en 1995 y 1996. En este sentido, y a juzgar por el Índice General de Cotizaciones, lo peor podemos, efectivamente, haberlo dejado atrás.

LA APARENTE PARADOJA DE UNA BOLSA BOYANTE CON UNA ECONOMIA EN RECESION

José Luis Feito^(*)

La acumulación de evidencia de un sucesivo e intenso debilitamiento de la economía española a lo largo de 1993 ha coincidido con un aumento considerable de las cotizaciones bursátiles hasta sobrepasar, en los primeros días de 1994, el máximo histórico que se registró en 1987. El objeto de estos comentarios es explicar brevemente este comportamiento -que, lejos de ser paradójico, se ciñe a la previsión lógica de los modelos al uso sobre la determinación del precio de activos financieros- y aventurar la evolución probable del Índice de la Bolsa de Madrid en 1994. Como en cualquier previsión, se ha de concentrar la atención en lo supuestos que la sustentan, sobre todo el ritmo calculado de recuperación y la bajada de tipos pronosticada.

Las fuentes del valor de las acciones y el ciclo económico.

Si exceptuamos acontecimientos especiales (como las guerras, brucas e intensas subidas del precio del petróleo, etc), se puede detectar una clara relación entre las fases del ciclo económico y el comportamiento de las cotizaciones bursátiles. En general, las cotizaciones empiezan a caer y alcanzar mínimos cíclicos en los primeros estadios de desaceleración del nivel de actividad. En el fondo de la recesión, sin embargo, se recuperan las cotizaciones y no es infrecuente recuperar máximos históricos cuando se entra en los primeros estadios de la recuperación para sobrepasarlos cuando la recuperación se asienta firmemente. Así pues, el alza de las cotizaciones de la Bolsa de Madrid a lo largo de 1993, coincidiendo con la instalación de la economía en el fondo de la recesión, se asemeja a las pautas de comportamiento observadas en otros países industrializados. Las razones de este comportamiento se comprenden mejor si se examinan las fuentes del valor de las acciones.

Los tres factores principales que determinan el valor accionario son el crecimiento del beneficio por acción, el tipo de interés de los activos sin riesgo al que se capitalizan estos

^(*) Socio-Consejero de AB ASESORES.

beneficios y la prima de riesgo inherente a la inversión en renta variable respecto a la correspondiente inversión en aquellos activos sin riesgo. Cuando se confirman los primeros síntomas de una desaceleración sostenida del nivel de actividad, se suelen rebajar las previsiones de crecimiento por acción, y es también habitual aumentar la prima de riesgo por la mayor mortalidad empresarial y la mayor probabilidad de sorpresas negativas en sus cuentas de resultados que tienen lugar durante la fase descendente del ciclo que se avecina. Por otra parte, en esta fase del ciclo los tipos de interés suelen permanecer aún altos, al menos en términos reales, ya que bien el crecimiento del PIB o la inflación suelen estar por encima de los valores de equilibrio a largo plazo. Todo ello induce una caída de las cotizaciones de mayor o menor entidad dependiendo de la intensidad con que operen los factores mencionados.

Cuando la economía alcanza el fondo de la recesión, sin embargo, habitualmente la inflación y los tipos de interés nominales se han reducido sustancialmente y los tipos de interés reales se acercan a sus mínimos históricos. Este factor despliega poderosos efectos alcistas sobre las cotizaciones que superan los que se derivan del clima de pesimismo que domina la economía en la fase de recesión. Además, las previsiones de crecimiento por acción comienzan a recuperarse habitualmente en el fondo de la recesión; en cualquier caso, no se produce un deterioro respecto a las continuas revisiones a la baja que caracterizan el primer estadio de la recesión. Por otro lado, y en contra de lo que habitualmente se piensa, la prima de riesgo asociada a la inversión en renta variable se reduce cuando la economía llega a la fase final de la recesión. Esto es así porque las empresas cotizadas que han sobrevivido a la recesión en ese momento son generalmente las más competitivas o las que han efectuado los ajustes más intensos y se han preparado mejor para afrontar la recuperación. La menor prima de riesgo opera en la misma dirección que la bajada de tipos de interés fomentando la demanda de acciones y aumentando las cotizaciones.

El comportamiento de la Bolsa en 1994.

Los factores anteriores explican la subida de la bolsa en 1993, a pesar del deterioro continuo de la actividad económica a lo largo de dicho año. El comportamiento previsible de dichos factores a lo largo de 1994 permite aventurar otra subida sensible de las cotizaciones durante este año, si bien de menor intensidad que la registrada el año anterior. En el cuadro núm. 1 resumimos nuestras previsiones sobre la evolución del índice de la Bolsa de Madrid en 1994, así como la de los principales determinantes del precio de las acciones.

CUADRO NUM. 1

EL INDICE DE LA BOLSA DE MADRID Y SUS DETERMINANTES		
	1993	1994 ^E
Indice General	322,7	400/420
Tipos de interés a largo ^a (%)	10,2	7,0/7,5
Tipos de interés a corto ^b (%)	11,7	6,5/7,0
Crecimiento beneficio/acción (%)	-0,7	14,8
<i>Pro Memoria</i>		
Crecimiento PIB (%)	-1,0	1,2/1,5
Inflación (%)	4,9	3,5

Notas: ^(E) Estimaciones AB ASESORES. Excepto los índices, todas las cifras se refieren a valores medios para el período.
^(a) Tipo rendimiento interno de las obligaciones Tesoro a 10 años.
^(b) Tipo interbancario a 3 meses.

Es interesante señalar que en 1994, por primera vez desde 1988, las tres fuerzas principales que determinan los valores bursátiles (tipos de interés, prima de riesgo y crecimiento beneficios) actuarán en el mismo sentido expansivo sobre el precio de las acciones. También por primera vez desde 1988, la demanda de acciones por parte de familias e instituciones domésticas (fondos de inversión y Cajas de Ahorro) será probablemente superior que la demanda de acciones por parte de extranjeros. Como se puede observar en el cuadro núm. 1, uno de los supuestos centrales es que la intensidad de las fuerzas deflacionistas inducidas por la recesión permitirá una caída considerable de la inflación y de los tipos de interés. A su vez, esta caída de tipos sustenta la previsión de crecimiento del PIB.

LA BOLSA EN 1993. PERSPECTIVAS PARA 1994.

Francisco Javier Ramos Gascón

Como es sabido, la Bolsa española se ha comportado en el pasado año de una manera extraordinariamente positiva. Una sola cifra, la del incremento del índice de las acciones, superior al 50 por 100, basta para sustentar la anterior afirmación.

Es natural que ese hecho, que la fría realidad de los números hace incontestable, suscite una sensación de sorpresa en el profano y, en alguna medida, también en el que no lo sea tanto. Resulta asimismo incuestionable -cifras a la vista- que el año económico que hemos dejado atrás ha sido un año durísimo. La evolución del PIB refleja una economía en franca recesión, la inversión real se ha debilitado, el desempleo ha experimentado una continua progresión y ha alcanzado un nivel escalofriante, la peseta ha sufrido tres devaluaciones en un corto lapso de tiempo y uno de los escasísimos indicadores que no se ha comportado de manera negativa -la tasa de inflación- revela una resistencia a la baja mayor que la esperada en las previsiones oficiales. Ante todo ello, la pregunta acerca de si un comportamiento bursátil tan dispar con respecto a la evolución de la economía real tiene explicación, o incluso si tiene sentido, se plantea de manera inmediata. La respuesta no puede ser categórica, ni puede formularse en términos simplistas. Frente a una pura impresión negativa -contradicha, no hay que olvidarlo, por la objetividad de unos hechos que "están ahí"- la única actitud razonable tiene que ser la de un análisis que, en una primera instancia, ha de encaminarse a buscar una justificación lógica a esos hechos, intento al que sería inadmisibles renunciar "a priori".

En la evolución del mercado accionario español durante 1993 pueden distinguirse dos períodos. El primero, que comprende los siete primeros meses; el segundo, desde primeros de Agosto hasta el final. La primera parte del año registra un avance del índice del orden del 25 por 100 (la mitad del avance anual) con movimientos bastante uniformes, que se conjugan con una reducción muy acusada de los tipos de interés, los cuales se reducen del orden de 4 puntos porcentuales. La segunda ofrece discontinuidades más marcadas -fuertes alzas entremezcladas con correcciones bajistas-, que acompañan la tendencia a la baja de los tipos de interés, que continúa, aunque de una manera más suave que en los primeros meses del año. El mes de Agosto, con un crecimiento muy notable en las cotizaciones, que se repetiría, también con gran

intensidad, en Diciembre, supuso -dentro de la tendencia alcista general- un cierto punto de inflexión y la apertura aparente de un ciclo bursátil distinto, con un mayor grado de volatilidad, pero, al propio tiempo, con unas perspectivas de futuro más favorables, que se generó, básicamente, por el impulso de la inversión extranjera. Este se debió a los efectos del proceso de devaluación de la peseta, que tras su tercer retoque a la baja, alcanzó un punto que los analistas internacionales juzgaron como adecuadamente representativo de su valor frente al conjunto de las monedas. En tales condiciones, los P.E.R. de la Bolsa española dejaron de estar contrarrestados negativamente por un elemento que con anterioridad había operado como disuasorio para la inversión extranjera en acciones españolas.

En lo que se refiere a los tipos de interés -sin duda, a mi juicio, el factor más claramente determinante del fenómeno que se está tratando de analizar- es preciso tener en cuenta que su reducción en el curso de 1993 ha sido enormemente acusada. El tipo básico de intervención del Banco de España -el correspondiente a las subastas de certificados (CB)- pasó del 13 al 9 por 100: un 44 por 100 de reducción. Mayor todavía fue el descenso del rendimiento de las letras del Tesoro (del 13,5 al 8,5, aproximadamente), más significativo aun a estos efectos, por cuanto que se trata de un tipo que, de una manera más inmediata, puede operar, tanto en inversiones directas, como de las realizadas a través de instituciones de inversión colectiva, como coste de oportunidad, o, si se quiere, como condicionante del nivel de las cotizaciones en renta variable, en cuanto expresivo de la rentabilidad de las inversiones sin riesgo. Los cinco puntos de reducción de la retribución de las letras del Tesoro, podrían explicar por sí solos, de una manera mecánica -supuesta dialécticamente una constancia de los demás factores- un crecimiento medio de las cotizaciones superior incluso al registrado por el índice general. A este efecto, que se ha calificado como de "mecánico", hay que añadir su influjo sobre los costes financieros de las empresas cotizadas y, por tanto, sobre sus cuentas de resultados. En esta reducción, que la Bolsa anticipó primero en cuanto tendencia previsible y reflejó después, se halla, a mi entender, la clave del año bursátil de 1993, lo que no supone desconocer el posible juego de algunos otros elementos concomitantes, de peso, sin embargo, mucho más reducido. Hay que resaltar que la evolución de los tipos de interés ha cobrado en los últimos tiempos una significación psicológica que le hace desbordar la que de por sí tienen desde un punto de vista estrictamente técnico que, por otra parte, es evidentemente importante. El tipo de interés, como se puede apreciar, se ha constituido en el término de referencia obligado de los analistas para evaluar las perspectivas de los índices bursátiles y del nivel de cambio de las monedas, lo cual ha calado con fuerza en la opinión pública, aunque, como casi siempre sucede en estos casos, con un grado importante de simplificación.

Se ha aludido antes a las sucesivas devaluaciones de la peseta. Su impacto sobre la Bolsa fue necesariamente contradictorio. Por, una parte acabó con la anómala sobrevaloración de nuestra moneda y eliminó así un factor de inestabilidad e incertidumbre que permitió que la inversión extranjera redujera los riesgos de la inclusión en sus carteras de títulos bursátiles españoles. Esto se hizo efectivo particularmente en el mes de Agosto y, en general, en la segunda parte del año. Junto a ello, los sectores y empresas exportadoras se vieron favorecidos en medida apreciable y, por el contrario, los sectores y empresas endeudados en divisas sufrieron un agravamiento de sus cargas financieras, si bien con la compensación de la reducción de los costes de su financiación en pesetas, a causa de la bajada de los tipos de interés, pues normalmente los grandes demandantes de crédito en moneda extranjera lo son también en moneda nacional.

Por último, queda la consideración obligada acerca de la posible anticipación por la Bolsa de acontecimientos futuros o, como se ha dicho en ocasiones, de su capacidad predictiva. En este aspecto -según se apuntó antes- parece que la Bolsa, en la secuencia temporal de su marcha

durante 1993, fue descontando la tendencia a la reducción de los tipos de interés. Mucho más discutible es que en el alza de sus cotizaciones haya descontado ciertas perspectivas de recuperación económica, ya que, por desgracia, los diagnósticos más rigurosos al respecto ni permitían ni permiten prever en un horizonte temporal próximo -que es lo que los mercados pueden anticipar- un cambio claro de signo en la coyuntura económica general. Esto no obstante, sí ha podido tener alguna influencia el hecho de que, aun dentro de la etapa recesiva en que se halla la economía española, las cuentas de resultados de las empresas cotizadas hayan conocido en la última parte del año -en el último trimestre de 1993, concretamente- una leve mejoría, consecuencia de la reducción, ya comentada, de las cargas financieras y también de los costes laborales, debido a la reducción de plantillas, lo que supone además un indicio de lo que al respecto puede suceder en 1994.

El presente año la Bolsa ha reanudado su camino con una tónica de fortaleza, que no se ha visto alterada sensiblemente ni siquiera por un acontecimiento negativo tan importante como la intervención de Banesto. Puede dar la impresión de que esa situación, con los inevitables altibajos si se contempla el día a día, es poco menos que imparable. Creo, no obstante, que siempre es muy peligroso caer en la tentación de apostar por la ilusión de los movimientos autosostenidos. No es lógico, en mi opinión, prever una continuidad en 1994 de la línea de alzas intensas del año anterior. Sin embargo, dentro de lo arriesgadas que son las predicciones en todo caso y más aún en este terreno, entiendo que -con una exigencia de mayor selectividad, que deriva aunque no sea más que de la altura de las cotas alcanzadas- hay razones para esperar de la Bolsa un comportamiento moderadamente favorable.

Por una parte, el nivel de los tipos de interés, en un contexto de depresión económica, ofrece todavía margen para un recorrido a la baja, sobre todo como acompañamiento a una previsible reducción de los tipos internacionales.

Por otra, la mejora de las cuentas de resultados de las sociedades cotizadas que, como se dijo, comenzó a experimentarse al final de 1993, debe acentuarse en este año, habida cuenta de las causas que principalmente la determinan: reducción de costes financieros y de plantillas.

Finalmente, un elemento nuevo, al que, como tal, conviene dedicar especial atención. En 1994 es previsible que los Fondos de Inversión comiencen a jugar un cierto papel en el mercado de acciones que hasta ahora no ha sido más que testimonial, aunque con algún leve atisbo de cambio de actitud muy al final de 1993.

Por razones de índole fiscal, en las que sería impropio profundizar aquí, los Fondos han captado en los últimos años una parte muy importante del "stock" de ahorro familiar preexistente, que se había refugiado antes en las llamadas "supercuentas", y también de los nuevos flujos de ahorro. Al terminar el año, se estima que sus activos totales superaban los 10 billones de pesetas, la inmensa mayoría invertidos en renta fija, que había venido ofreciendo una posición muy confortable, dados los altos tipos de interés. La progresiva reducción de éstos, muy fuerte en términos nominales y también sensible en términos reales, ha afectado a los partícipes, acostumbrados a una rentabilidad muy superior, que además han contemplado como las inversiones en Bolsa obtenían magníficas revalorizaciones. En la inversión a través de Fondos existen factores de rigidez que dificultan los cambios de política inversora y que tienen su causa, tanto en la limitada capacidad de movimientos de los partícipes (también por razones fiscales), como en la vocación de aquéllos, reflejada en sus propios Reglamentos de Gestión. Su flexibilidad se ve pues limitada, pero en modo alguno anulada, como lo prueba el trasvase operado en 1993 desde los Fondos de dinero (FIAMM) hacia los F.I.M. Parece probable que en 1994 el trasvase

se produzca hacía los Fondos de renta variable y hacia la parte invertida en acciones de los llamados Fondos mixtos, aportando una corriente adicional -de alguna importancia, aunque de difícil cuantificación- de nuevos recursos para colocación en la Bolsa.

SUPERVISION BANCARIA Y PROTECCION DE LOS CONSUMIDORES^(*)

José Pérez

Ante todo, deseo agradecer a los organizadores del Seminario su amable invitación para abordar un tema de tanta actualidad como el papel del supervisor bancario en la protección de los consumidores.

La liberalización y apertura del sistema financiero español ha despertado, sin duda, una gran preocupación por la situación de los consumidores en unos mercados altamente competitivos y crecientemente complejos. Con frecuencia se percibe, por otra parte, que, desde diversos medios, se aviva la esperanza de hallar paraísos que produzcan combinaciones tan raras como la de obtener, simultáneamente, todos los beneficios de unos mercados ferozmente competitivos y un grado de protección tan elevado frente a una amplia gama de riesgos financieros que casi llegue a anularlos.

Sin embargo, la regulación y supervisión no son bienes libres de costes. La falta de comprensión de donde se hallan los límites de la protección al consumidor, a partir de los cuales pueden ponerse en peligro otros objetivos deseables desde el punto de vista social, como la eficiencia y la estabilidad, es capaz de poner en marcha procesos legislativos y actuaciones administrativas que conduzcan a la larga a un resultado peor que el obtenido en la situación de partida.

Por ello, resulta particularmente oportuno plantearse cuál debe ser el papel de la regulación y supervisión bancaria, su alcance y sus límites, en un mundo financiero liberalizado, innovador y competitivo.

* * *

Permítanme Vds. subrayar, con carácter previo, tres cuestiones. En primer lugar, la liberalización de los mercados financieros no ha sido traída por un cambio ideológico autónomo, ni ha sido impulsada en primera instancia por reguladores y supervisores. Por el contrario, ha sido consecuencia de cambios técnicos y del modo de producción financiera, conducidos por la fuerzas del mercado, que incluyen las propias demandas de los consumidores de más servicios y mejores remuneraciones. Ello no quiere decir que las autoridades financieras no hayan desempeñado un papel significativo a través de la reforma del marco de regulación, sino que esta reforma ha tenido fundamentalmente un carácter defensivo y de adaptación a las nuevas condiciones. Estas han hecho imposible preservar los viejos esquemas intervencionistas de control y regulación bancaria, ya que, en este mundo innovador, han tendido a difuminarse las diferencias entre instituciones financieras, a perder significado las fronteras geográficas y a

(*) Intervención en el Seminario "Libertad y Derecho de la Competencia en el Sistema Financiero Español", organizado por AUSBANC. MADRID.

facilitarse por los avances técnicos la elusión de controles y regulaciones gravosas. Un análisis de costes y beneficios ha llevado finalmente a hacer preferible la alternativa de la liberalización frente al control muy estricto y detallado de la actividad financiera. En definitiva, puede decirse que en las condiciones actuales de desarrollo técnico y avance de los conocimientos financieros, el campo real de elección de las autoridades se ha hecho muy reducido; lo único que ha sido posible elegir es la senda y el ritmo del proceso de liberalización más adecuado para el consumidor y para la industria bancaria nacional.

En segundo lugar, conviene subrayar que, como resultado de la liberalización y de la mayor competencia, los servicios proporcionados por las entidades de crédito se han multiplicado y alcanzan ámbitos más allá de los tradicionalmente bancarios, como son los mercados de valores y las operaciones de seguros. Hace sólo dos o tres lustros, las relaciones de la banca con la clientela eran muy simples y estaban reglamentadas; los servicios de pagos eran escasos porque el grado de domiciliación de ingresos y pagos era reducido, y las relaciones crediticias directas del consumidor con los bancos y cajas de ahorro eran escasas. Prácticamente no existía el crédito al consumo y el crédito hipotecario estaba lejos de haber alcanzado su desarrollo y variedad actual. Los precios -tipos de interés y comisiones-, regulados de modo asimétrico -límites máximos para las remuneraciones del pasivo y mínimos para la suma de tipos de interés y comisiones en los préstamos-, implicaban que el ahorrador/consumidor proporcionaba subsidios a las entidades bancarias, que éstas repartían con el Estado y algunos sectores privilegiados -a través de los coeficientes obligatorios- o retornaban a los ahorradores en términos de servicios gratuitos.

La simplicidad y seguridad de estas relaciones tranquilizaban, quizás, al ciudadano, pero a costa de peores servicios, de una menor remuneración neta y de unos créditos más caros o a los que no había un acceso generalizado.

La liberalización y la competencia han traído una mayor profusión de servicios y también han implicado un cambio radical de políticas de precios, que ha acabado con aquellos subsidios difusos. La liberalización y la competencia ha permitido, por tanto, que el consumidor disponga de una amplia gama de servicios (domiciliación de pagos e ingresos, tarjetas de crédito, etc.), de alternativas de inversión en productos bancarios (nuevas modalidades de depósitos) y extrabancarias (deuda pública, participaciones en fondos de inversión, etc.), y de nuevas formas de crédito al consumidor (automóvil, electrodomésticos, reformas, etc.) e hipotecarios (a tipo fijo y variable, con cuotas constantes o progresivas, etc.).

Estos servicios se proporcionan con mayor eficiencia y en abierta competencia. El ahorro está, en consecuencia, mejor remunerado y el crédito es relativamente más barato -con independencia de sus fluctuaciones en el tiempo-, como pone de manifiesto el estrechamiento de márgenes bancarios. Es cierto que la mayor retribución de los ahorros ha traído un mayor cobro de servicios mediante comisiones, pero también lo es que, además del beneficio neto para el consumidor manifestado en el estrechamiento de márgenes, ahora hay una individualización de las retribuciones y de los pagos que acaba con subsidios cruzados y estimula el ahorro y la eficiencia; por otra parte, no puede ponerse en cuestión que recibimos más servicios -hoy raramente se desplaza alguien a pagar el colegio, la factura del teléfono, etc.- que hace unos años.

En tercer lugar, hay que reseñar que estos beneficios de la liberalización y la competencia no vienen sin costes o riesgos. En un período extraordinariamente corto, el consumidor medio se ha visto obligado a realizar un aprendizaje acelerado, para poder discriminar entre una gama

amplísima de servicios y productos financieros a veces difíciles de asimilar incluso para los expertos. No es de extrañar, por tanto, que ante una avalancha de tal magnitud, el ciudadano llegue a sentirse abrumado y le invada un cierto miedo a la libertad; esta sensación se ha transmitido también, en alguna medida, a las organizaciones de consumidores, otro fenómeno social de gran importancia que se ha consolidado durante este período.

No cabe duda que el nuevo marco de libertad crea unas condiciones que pueden dar origen a abusos, sobre todo en una fase inicial de tránsito hacia las nuevas condiciones de competencia. De ahí, que desde las primeras etapas del proceso de liberalización las autoridades financieras y el Banco de España decidieran establecer unas condiciones adecuadas para garantizar la transparencia, desempeñaran una tarea de vigilancia mediante el examen de los folletos de tarifas y de la publicidad bancaria y, finalmente, crearan el Servicio de Reclamaciones como mecanismo indirecto de defensa de la clientela.

En definitiva, el mundo financiero más abierto, libre y competitivo ha traído, junto a sus beneficios, no sólo los peligros de una mayor fragilidad financiera y exigido un reforzamiento de los mecanismos prudenciales de solvencia, sino que también ha obligado al supervisor bancario a extender su campo de actuación hacia la protección de los consumidores, de modo que garantice transparencia y vele por las buenas prácticas bancarias. Ello crea sin duda problemas, en la medida en que pueden enfrentarse distintas lógicas supervisoras y producirse conflictos de objetivos que afectan al regulador y al supervisor. La solución de estos problemas exige alcanzar un cierto equilibrio, de modo que se logre la máxima eficiencia y bienestar compatible en la estabilidad del sistema financiero.

La supervisión se ha adaptado en los últimos años a las nuevas condiciones del sistema financiero y ha cambiado formas y contenido. La regulación del negocio bancario trata actualmente de establecer el marco básico donde las entidades registradas pueden operar, en lugar de establecer, con carácter detallado y reglamentista, cómo deben proporcionar sus servicios y realizar su gestión. Y ello, como he señalado antes, no por capricho u orientación ideológica, sino por la evidencia de que esta segunda opción impediría el funcionamiento eficiente del negocio bancario y le impondría costes que llevaría a su hundimiento en favor de entidades financieras menos reguladas o difíciles de regular, nacionales o extranjeras.

El objetivo fundamental de la supervisión bancaria debe seguir siendo la estabilidad del sistema de pagos y de los mercados de crédito, de modo que se reduzcan los riesgos de quiebras bancarias y se evite la difusión de sus efectos al sistema, con el peligro consiguiente de perturbar el buen funcionamiento de la economía. De ahí, que la normativa básica se oriente a establecer unos requisitos mínimos de profesionalidad, organización y solvencia; a formular unas reglas contables que permitan evaluar la situación patrimonial de las entidades; a proveer unos mecanismos de inspección que vigilen el cumplimiento de esa normativa, y a establecer unos procedimientos de sanción o de intervención que pongan remedio rápido a aquellas situaciones que amenazan la solvencia de la entidad o pongan en peligro la estabilidad del sistema.

Este objetivo primordial de la supervisión bancaria implica, por sí mismo, una protección o defensa básica del consumidor, como es la de velar por la integridad de sus ahorros. El estrechamiento de márgenes producido por el aumento de la competencia hace que las entidades bancarias se hallen más expuestas a las perturbaciones del mercado y que aumente el riesgo de quiebras bancarias. De ahí, la mayor preocupación del supervisor por establecer unos requisitos mínimos de capital y recursos propios y por vigilar que la gestión del negocio y de sus riesgos se efectúe de modo que logre la rentabilidad necesaria para asegurar su viabilidad.

El supervisor sustituye en alguna medida al ahorrador menos preparado, en ese papel de vigilancia de la solvencia de la entidad a la que confía sus ahorros y encomienda la ejecución de pagos, pero no puede suplantarle plenamente ni garantizar que una entidad no quiebre. Los costes de esto serían tan elevados que resultarían socialmente inaceptables; supondrían una imposible vuelta atrás en el proceso de liberalización, y en última instancia, como muestra la experiencia, los sistemas intervencionistas tampoco impedirían las quiebras bancarias.

Los fondos de garantía de depósito constituyen una línea última de defensa y protección de los ahorros encomendados a las entidades bancarias. Ahora bien, su extensión generalizada a todos los acreedores bancarios, con independencia de su tamaño y conocimientos profesionales, sería contraproducente, ya que supondría dar patente de corso a las entidades menos eficientes y más arriesgadas, dejándoles que pujen al alza en la retribución de los pasivos, para entrar en operaciones especulativas al abrigo de que, si éstas fallan, los contribuyentes y el resto de las entidades bancarias cubrirían sus consecuencias. La ineficiencia social de unos fondos de garantía que alcancen a todas las situaciones es la que lleva a que éstos deban orientarse exclusivamente a proteger a los pequeños ahorradores, con menor capacidad para evaluar el riesgo de encomendar sus fondos a una entidad u otra.

* * *

Como ya he subrayado, en unos mercados liberalizados y en abierta competencia, no sólo ha aumentado el riesgo de quiebras bancarias sino que también se han hecho más complejas las relaciones entre las entidades y sus clientes, lo que ha ampliado las posibilidades de abuso o fraude. Por ello, los reguladores y supervisores han respondido a estas nuevas condiciones de diversa forma. En particular, han tratado de reforzar la protección de los consumidores mediante exigencias de mayor transparencia y el establecimiento de mecanismos de tutela que velen por unas buenas prácticas bancarias y faciliten amparo a los pequeños consumidores menos informados y con menor capacidad de negociación frente a las entidades.

En esta línea, como ya he señalado, ha discurrido la actuación de las autoridades financieras españolas, desde fechas tan relativamente tempranas como 1981.

Las Ordenes Ministeriales de 17 de enero de 1981 y la actualmente vigente de 12 de diciembre de 1989, junto a las circulares que la desarrollan, tratan de proporcionar el marco adecuado para la plena transparencia de las operaciones y servicios bancarios en todas las fases de la vida de esas operaciones o servicios, y ello, en condiciones de libre prestación de servicios y de tarificación, sin más límite que el cobro de comisiones debe responder a servicios realmente prestados.

Dentro de este modelo de libre prestación y fijación de tarifas, el Banco de España, en aplicación de la normativa vigente, viene ejerciendo una cierta labor de tutela y vigilancia, para que los folletos sean claros, concretos y fácilmente comprensibles para la clientela; en los tres últimos años se han examinado más de 4.000 documentos (folletos completos, parciales o modificaciones de éstos), lo que supone una media cercana a cien por mes, y las observaciones formuladas superan las diez mil, a través de más de 2.000 escritos y numerosas llamadas telefónicas. Al hacerlo, el Banco ha tratado, además, de alertar a las entidades sobre la aplicación inadecuada de comisiones, ha reiterado públicamente la necesidad de que respeten escrupulosamente los derechos de la clientela y la buena fe de las relaciones contractuales, y ha subrayado los efectos negativos que los abusos de esa naturaleza pueden tener sobre el negocio bancario.

Asimismo, el Banco de España vigila la publicidad que las entidades dan a las condiciones aplicables en las operaciones y obliga a que cada oficina bancaria disponga de un tablón de anuncios apropiado.

El Banco de España verifica el cumplimiento de toda esa normativa, tanto mediante inspecciones especiales sobre publicidad -este año, por ejemplo, se han visitado 1.300 oficinas bancarias para comprobar la publicidad referida y se ha detectado un cumplimiento del 92%- como mediante inspecciones bancarias específicas dirigidas a vigilar el cumplimiento de las normas de transparencia y el desarrollo de buenas prácticas -más de cuarenta inspecciones realizadas este año sobre amplias muestras de contratos- y, en todo momento, a través de las inspecciones ordinarias, que incluyen como un capítulo más los temas referidos. Como resultado se cursan escritos de requerimientos o se abre el oportuno expediente sancionador.

La labor anterior se complementa con el Servicio de Reclamaciones, creado en 1987 como mecanismo indirecto de protección de la clientela. Este servicio, además de informar a los consumidores, recibe las quejas de éstos que no han sido atendidas por el defensor del cliente de la entidad. Aún cuando sus dictámenes no son vinculantes, si las partes no lo aceptan, pueden ser aportados, como prueba, en una posterior apelación ante los Tribunales ordinarios, que son los que tienen competencia para sancionar en esta materia. No obstante, es lo más frecuente que, una vez escuchadas las partes por el Servicio de Reclamaciones, y emitido su dictamen, éste sea atendido por las entidades.

Mención aparte, aunque sea marginal, merece la prestación de algunos servicios para estimular la competencia, como son las cuentas directas de deuda pública en el Banco de España.

La regulación y supervisión desarrolladas en los ámbitos mencionados de protección al consumidor han ido por delante de las directivas comunitarias, de modo que la adaptación a éstas requerirá sólo pequeños retoques en nuestra normativa. Y, salvo alguna excepción, las tareas desarrolladas por el Banco de España resultan más amplias e intensas que las desarrolladas por los bancos centrales de otros países industrializados.

Ello pone de manifiesto que el Banco de España no sólo se pronuncia a favor de unas buenas prácticas bancarias y resalta su importancia para el mejor funcionamiento de las entidades, en cuanto que incide sobre su reputación y refuerza unas buenas relaciones comerciales, sino que también actúa de forma decidida y directa en defensa del consumidor.

Respecto a probables revisiones de la normativa, señalar tan solo que, como Vds. saben, se están estudiando algunas disposiciones relativas al contenido básico y transparencia de las condiciones de los contratos de préstamos hipotecarios, así como a la remoción de obstáculos para su cancelación y renovación.

Con todo, al igual que he subrayado la imposibilidad de evitar las quiebras bancarias y he llamado la atención contra los peligros de una regulación extensiva que trate de evitarlas, o que amplíe sin límite el grado de cobertura de los fondos de garantía de depósitos, deseo mostrar mi preocupación frente a aquellos intentos de regular profusamente las prácticas bancarias y subrayar algunos conflictos que pueden plantearse en el ámbito de la protección de los consumidores.

Una regulación que trate de uniformar las prácticas bancarias para lograr un alto grado de protección tiene el peligro de que impide alcanzar los beneficios que ha proporcionado la

liberalización. Esta ha permitido que el mercado dé respuesta a la diversidad de situaciones de oferentes y demandantes en el mercado. Obligar, por ejemplo, a que todos los contratos de crédito hipotecario adopten, una misma fórmula de tipos de interés -fijos o variables-, con una u otra clase de tipo de interés de referencia, con una u otra fórmula de amortización, etc. lejos de favorecer a los consumidores acabaría perjudicándoles.

Por otra parte, los costes de una regulación detallada y de la vigilancia de su cumplimiento, repercutirían finalmente sobre el cliente. En este sentido, hay que ser conscientes de que la protección al consumidor no es un bien libre de costes, de modo que, cada vez que se plantee una demanda en esa dirección, deberían ponderarse los beneficios aparentes frente a los costes, que, en ocasiones, son menos visibles e inmediatos. Es preocupante, en este sentido, que con frecuencia las demandas de más regulación vayan acompañadas de quejas por los costes -repercutidos sobre los servicios- que ella misma impone, y muy en particular sobre los pequeños ahorradores e inversores.

Es más, las regulaciones prolijas y meticulosas, además de inabarcables para el consumidor, son finalmente difíciles, o imposibles, de cumplir y de vigilar, con grave detrimento de la eficacia y calidad de la supervisión bancaria. Como nuestra experiencia muestra, no estoy hablando de posibilidades teóricas. Es más, en relación a Estado Unidos -un país que siempre ha ido en vanguardia de estos temas y que, por tanto, no ha podido aprovecharse de la experiencia de los demás- un reciente informe del supervisor reconocía que, siete años después de dictar algunas normas básicas de regulación de las relaciones entre banca y consumidores, se encontraba en gran parte -70%- pendiente de aplicación y cumplimiento y expresaba dudas sobre su capacidad para poder aplicarlas íntegramente.

Lo mismo ocurre con las regulaciones de precios máximos, que como bien sabemos acaban hallando fórmulas para ser eludidas o redundan en una pérdida de calidad de los servicios.

Un elemento más a tener en cuenta es aquel de los posibles conflictos entre objetivos. Presiones como las registradas estos días para hacer aún más rápida la caída de los tipos de interés, incluso facilitando -quizás en exceso- la revisión de los contratos, puede crear inseguridad jurídica y hacer difícilmente manejable el riesgo de tipos de interés presente en la gestión del negocio bancario, hasta el punto de que puede poner en juego la estabilidad de algunas entidades y hacer peligrar los ahorros de sus depositantes. De modo y manera que, propuestas dictadas por la mejor buena fe en defensa de los consumidores, pueden acabar acarreándoles unos costes indirectos muy superiores a los que se pretendía reducir.

La propia fuerza de la competencia está conduciendo con gran rapidez el descenso de los tipos de interés y está ofreciendo fórmulas continuas para beneficiarse del cambio de coyuntura económica. En estas condiciones no puede olvidarse que cuando subió fuertemente el tipo de interés interbancario -en momentos de fuerte tensión interna y de grandes presiones cambiarias- las entidades no repercutieran plenamente estas subidas; que tipos de interés de referencia concebidos para evitar fluctuaciones muy intensas tienen efectos positivos en los momentos de alza y negativos en los de caída, que tenderán a compensarse, de modo que corresponde al consumidor valorar las ventajas de unos y otros; que las entidades necesitan un marco estable para planificar sus negocios, y que situaciones asimétricas -facilidad de cancelación por los prestatarios cuando los tipos de interés caen e imposibilidad de denuncia por los prestamistas cuando ellos suben- sólo pueden causar, a la postre, trastornos y costes para los consumidores, en forma de tipos de interés o comisiones más elevadas que permitan a las entidades protegerse frente a esa problemática.

Para concluir, permítanme subrayar en consecuencia:

a) Que la regulación no está libre de costes y que éstos deben ser cuidadosamente ponderados con sus beneficios.

b) Que la liberalización y la competencia ha traído beneficios netos indudables.

c) Que, con todo, es preciso ayudar a los consumidores a vivir esa libertad, de modo que logren el máximo bienestar y se reduzcan los riesgos de abuso o de fraude.

d) Que no hay manera de lograr una protección completa y que lo que debe proporcionarse a los consumidores son herramientas para facilitar la elección en unos mercados libres y competitivos, así como los mecanismos de defensa oportunos mediante el establecimiento de cauces de reclamación fluidos y procedimientos sancionadores eficaces.

e) Que sólo la libre competencia, apoyada en una transparencia rigurosas de los mercados, puede cortar de modo permanente posibles prácticas incorrectas de fijación de precios y asegurar que éstos se corresponden con el coste de los servicios prestados.

f) Que las campañas educativas son la mejor fórmula de tener unos consumidores formados, informados y acertados en sus decisiones.

g) Que para ello es precisa una colaboración estrecha entre supervisores y organizaciones de protección y defensa del consumidor.

h) Que en un régimen abierto y competitivo donde se cumplan esas condiciones, las entidades deben ser las primeras interesadas en lograr una buena implantación y reputación mediante la transparencia y la elevada calidad de sus servicios.

i) Que el supervisor bancario debe buscar un difícil equilibrio en el ejercicio de sus funciones, teniendo siempre presente que el objetivo primordial es el mantenimiento de la solidez y solvencia del sistema crediticio, y que sin menoscabo de ésta debe velar por esa transparencia y por esas buenas prácticas bancarias.

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS DUDOSOS DE LAS ENTIDADES BANCARIAS

Ignacio Fuentes Egusquiza

Como ya se ha comentado en artículos anteriores⁽¹⁾, uno de los principales problemas que afectan a las entidades bancarias es el continuo aumento de los activos dudosos, que desde 1990, vienen registrando unas tasas de crecimiento muy superiores a las del crédito total al sector privado (ver gráfico núm. 1). Esto ha provocado un notable incremento del ratio de activos dudosos (ver cuadro núm. 1), alcanzándose en 1993 niveles superiores a los máximos registrados en 1984⁽²⁾ (en el mes de noviembre el ratio de créditos dudosos era del 7,6% del total créditos al sector privado en los bancos, y del 7,7% en las cajas de ahorros).

Las causas que han provocado este fenómeno son muy diversas⁽³⁾, siendo la fundamental el progresivo empeoramiento de la actividad económica.

No obstante del análisis de la evolución de la morosidad por sectores (cuadro núm. 1), hace pensar que no todo el aumento en los niveles de morosidad ha sido debido a la crisis económica, y una parte del mismo, podría tener su origen en errores en la selección de riesgos por parte de las entidades bancarias. En efecto, los bancos intentaron aumentar su presencia en los mercados del crédito a familias, tanto en la finalidad de consumo como de vivienda, y las cajas de ahorros trataron de expandirse en el mercado del crédito a empresas, lo que ha provocado un incremento de la morosidad en estos sectores mayor del deseado por dos motivos: en primer lugar, porque en algunas ocasiones se pudo anteponer el objetivo de crecimiento al de seguridad en la inversión, y en segundo lugar, por el lógico menor conocimiento que las entidades en expansión tienen de los nuevos mercados.

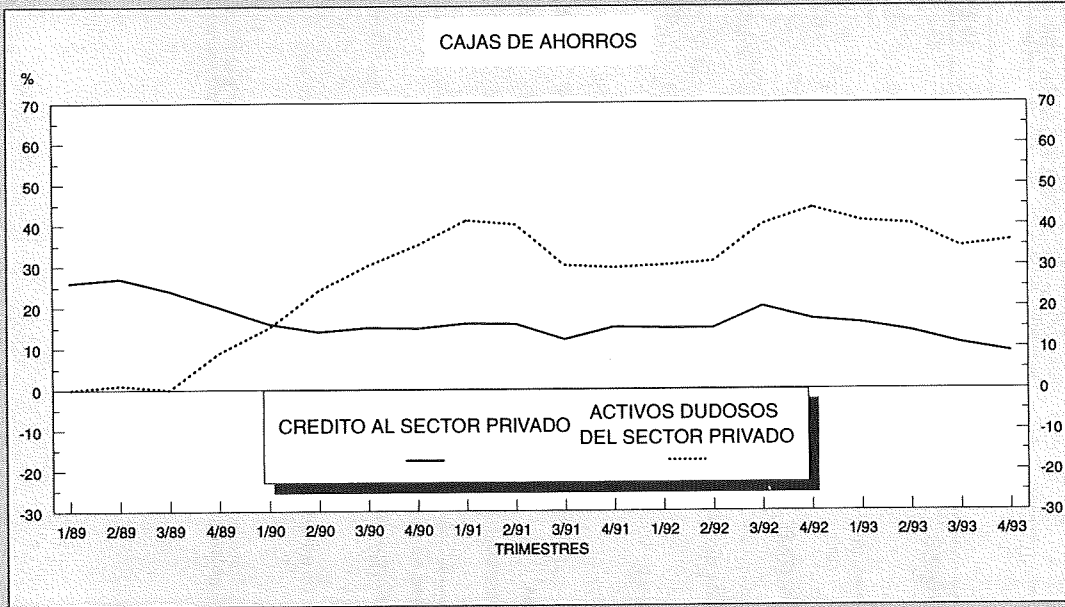
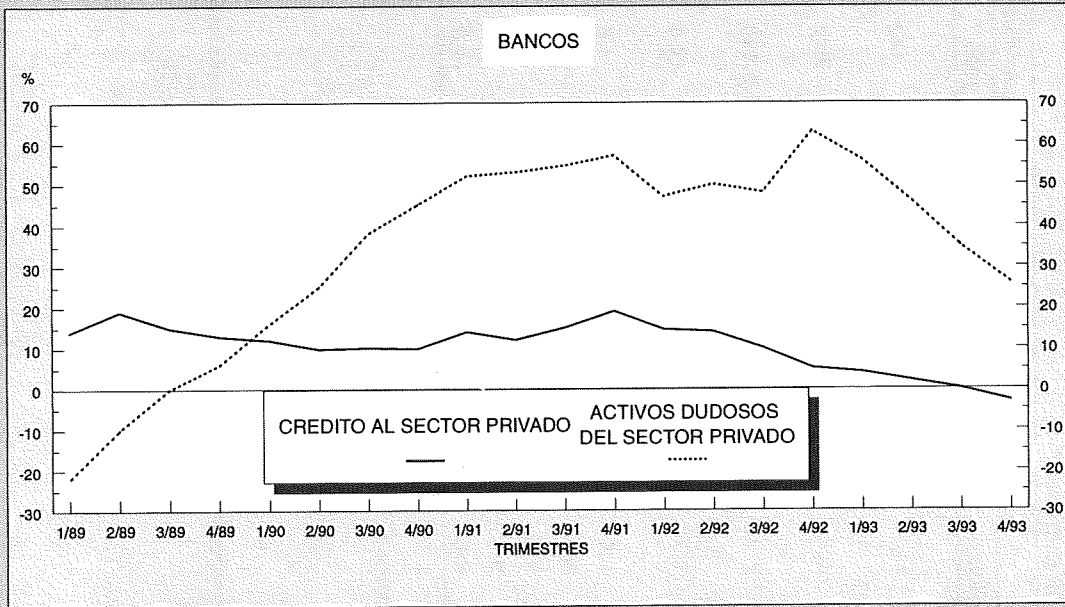
No obstante, sea cual sea la causa principal del incremento en los niveles de morosidad de la inversión crediticia, su aumento está afectando negativamente a la rentabilidad de bancos y cajas de ahorros, y además en un período en el que se está produciendo un progresivo estrechamiento del margen de intermediación. El incremento de los activos dudosos afecta a la rentabilidad de las entidades bancarias a través de dos vías: la mayor necesidad de fondos de insolvencia, lo que hace que aumenten las dotaciones anuales a los mismos, y la menor rentabilidad derivada de la suspensión de devengo automático de intereses en los activos clasificados como dudosos, por lo que sólo se contabilizarán como ingresos financieros aquéllos que efectivamente se cobren.

(1) Los activos dudosos de las entidades bancarias. Cuadernos de Información Económica nº 76/77, págs. 135-142.

(2) Sin embargo, habría que tener en cuenta que la normativa aplicable en la actualidad es mucho más estricta que la vigente en 1984.

(3) Ver "Los activos dudosos de las entidades bancarias". Cuadernos de Información Económica nº 76/77 págs. 135-142.

GRAFICO NUM. 1
TASA DE CRECIMIENTO DEL CREDITO Y LOS ACTIVOS
DUDOSOS DEL SECTOR NO RESIDENTE



CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS DUDOSOS^(a)

	Bancos										Cajas de Ahorros			
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(a)	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(a)
ACTIVOS DUDOSOS DE OTROS SECTORES														
RESIDENTES (EN MM) ^(b)	452	365	387	560	881	1.438	1.628	231	299	324	442	571	818	1.044
Tasas de crecimiento sobre el mismo mes del														
año anterior (en %)	-2,5	-19,2	6,0	44,7	57,3	63,2	35,7	-4,1	29,5	8,5	36,2	29,2	43,3	39,6
CREDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES														
(en mm) ^(c)	12.876	14.651	16.520	18.099	21.549	22.572	22.105	5.624	6.914	8.330	9.530	10.960	12.882	13.698
Tasa de crecimiento sobre el mismo mes del														
año anterior (en %)	12,8	13,8	12,8	9,6	19,1	4,7	0,3	20,3	22,9	20,5	14,4	15,0	17,5	11,1
RATIO DUDOSOS/TOTAL CREDITOS (%):														
- Total otros sectores residentes	3,5	2,5	2,3	3,1	4,1	6,4	7,4	4,1	4,3	3,9	4,6	5,2	6,3	7,6
· Familias	5,3	3,3	3,3	4,4	5,1	8,3	9,4	3,6	3,9	3,7	4,2	4,3	4,6	5,2
· Empresas no financieras	2,8	2,3	2,0	2,6	3,8	5,6	6,5	4,7	4,8	3,9	5,3	6,7	9,1	11,8
· Familias sin garantía hipotecaria ^(d)	-	3,3	3,5	4,6	5,3	9,0	10,1	-	5,0	5,2	6,1	6,0	5,7	6,7
- Créditos hipotecarios ^(e)	-	3,8	2,5	3,4	4,7	6,6	7,8	-	2,6	2,1	2,0	2,3	3,7	4,0

(a) No incluye el negocio de sucursales en el extranjero.

(b) Titulares residentes distintos del Banco de España, de las entidades de crédito o de las Administraciones Públicas, sea cual sea su naturaleza jurídica.

(c) No incluye títulos de renta fija.

(d) Elaborada con datos del T10, por tanto se refiere al negocio total, e incluye no residentes.

(e) Datos a septiembre.

(f) Para el cálculo se supone que el crédito-vivienda tiene garantía hipotecaria y el resto personal.

CUADRO NUM. 2

DOTACIONES Y SANEAMIENTOS

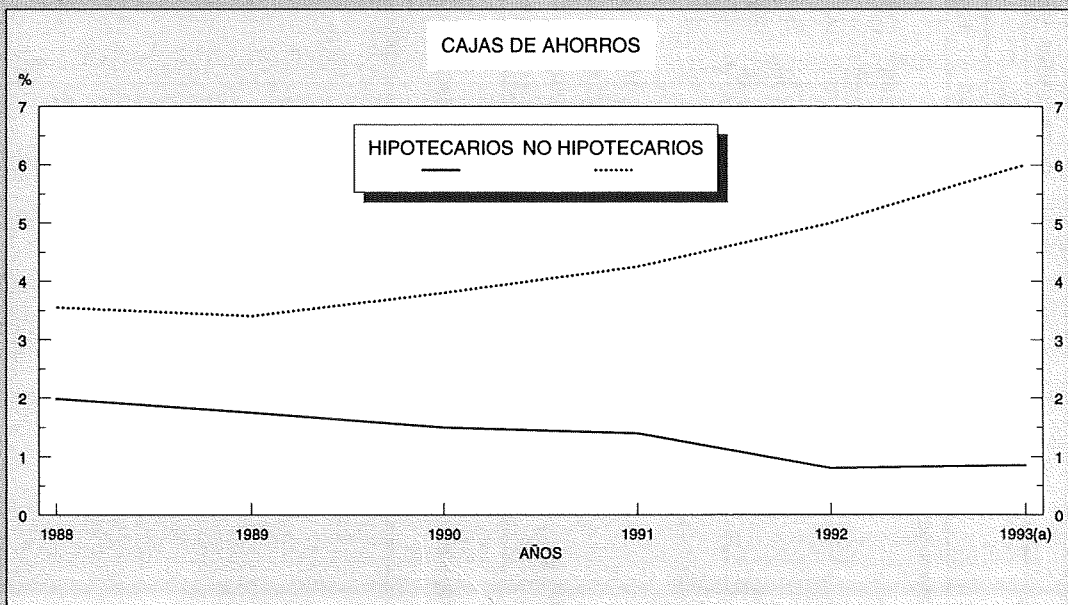
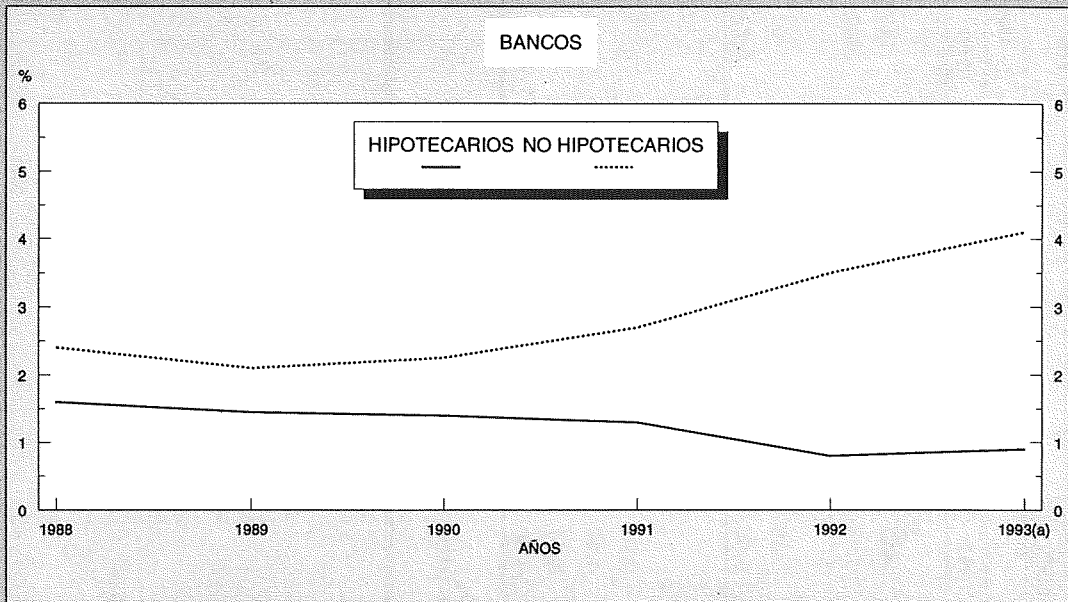
	Cajas de Ahorros													
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(c)	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(c)
Dotaciones brutas a los fondos de insolvencia ^(a)														
- En miles de millones ^(b)	298	321	229	262	410	443	520	104	129	109	149	226	243	328
- En % sobre total balance	0,99	0,98	0,60	0,62	0,84	0,84	0,84	0,76	0,79	0,56	0,67	0,90	0,88	1,05
Saneamiento neto del ejercicio ^(a)														
- En miles de millones ^(b)	179	228	146	136	268	346	397	49	55	34	57	123	175	239
- En % sobre total balance	0,60	0,69	0,38	0,32	0,55	0,66	0,64	0,36	0,34	0,17	0,25	0,49	0,63	0,77
PRO-MEMORIA														
Recuperación de activos en suspenso														
- En % sobre total balance	0,09	0,10	0,07	0,07	0,07	0,07	0,05	0,06	0,07	0,06	0,05	0,04	0,04	0,04
- En % activos en suspenso	5,24	5,60	4,48	5,25	5,16	4,40	3,33	9,88	11,32	10,26	8,80	6,62	7,14	7,02
Rentabilidad de los activos dudosos (en %)	2,50	3,14	2,68	4,62	4,38	3,41	3,07	5,77	6,36	6,70	6,85	6,91	7,29	5,19
Rentabilidad créditos normales	14,40	14,26	15,15	16,31	15,44	14,60	14,10	15,32	15,20	14,65	14,60	14,71	14,13	13,83

(a) Incluye riesgo-país.

(b) Las cifras se obtienen proyectando hasta fin de año el importe de las dotaciones efectuadas hasta el tercer trimestre.

(c) Datos a septiembre.

GRAFICO NUM. 2
FONDOS DE INSOLVENCIA NECESARIOS
 (En porcentaje del total riesgos)



(a) Datos a septiembre
 Fuente: Banco de España

CUADRO NUM. 3

VARIACION NETA DEL SALDO DEL CREDITO AL SECTOR PRIVADO

(En miles de millones)

	Crédito al sector privado	Crédito comercial	Garantía Real	Deudores a plazo	Resto
1. Bancos					
1988	1.864	221	604	1.041	-2
1989	1.846	409	627	571	239
1990	1.419	249	577	513	80
1991	3.129	88	1.025	1.753	263
1992	493	-344	450	372	15
1993 ^(a)	-661	-497	444	-633	25
2. Cajas de Ahorros					
1988	1.223	66	443	645	79
1989	1.390	98	819	432	41
1990	1.083	56	954	7	66
1991	1.300	127	699	444	30
1992	1.674	109	1.073	458	34
1993 ^(a)	725	-99	833	-29	20

Fuente: Banco de España.

^(a) Hasta noviembre.

En el cuadro núm. 2 se recoge la evolución de las dotaciones brutas y saneamientos de créditos, así como la diferencia existente entre la rentabilidad media de los activos dudosos y los créditos normales. Como se puede ver, tanto en bancos como en cajas de ahorros se ha producido un continuo incremento de las necesidades de dotaciones brutas y saneamientos desde 1989. Asimismo, el volumen creciente de activos dudosos, con unos rendimientos medios muchos menores que los créditos normales, también ha contribuido a reducir los beneficios finales. Desde 1989 a septiembre de 1993, las necesidades de saneamiento han pasado del 0,32% del total balance, al 0,64% en los bancos, y del 0,17%, al 0,77% en las cajas de ahorros. Por su parte, la caída en la rentabilidad de la inversión crediticia como consecuencia de la mayor tasa de morosidad ha sido del 0,14% del total balance en los bancos y del 0,12% en las cajas de ahorros. Por lo tanto, la caída en los beneficios entre 1989 y septiembre de 1993 como consecuencia del aumento de los niveles de morosidad, ha sido de 0,46 puntos en los bancos y de 0,72 puntos en las cajas de ahorros, lo que supone respectivamente el 41% y el 66% del resultado antes de impuestos en el tercer trimestre de 1993.

Por otra parte, si se diera el caso excepcional de que ninguno de los activos clasificados como dudosos en septiembre de 1993 se recuperara, se producirían unas pérdidas del 13% sobre los recursos propios en los bancos y del 24% en las cajas de ahorros⁽⁴⁾, es decir 1,3 veces los beneficios obtenidos en 1992 en los bancos y 2 veces en las cajas de ahorros⁽⁵⁾.

(4) El volumen de pérdidas se calcula restando a los activos clasificados como dudosos los fondos de insolvencia constituidos, así como los fondos genéricos existentes. Este importe nunca llegaría a ser posible, ya que la experiencia demuestra que, en el peor de los casos parte de los créditos dudosos se recuperarían, con lo que dicha cifra sería algo menor.

(5) Las cifras de las cajas de ahorros son bastante superiores, ya que una parte importante de sus activos dudosos son créditos hipotecarios con unos niveles muchos menores de cobertura. Por ello mismo es menos probable que se alcancen esos volúmenes, ya que en el peor de los casos, gran parte de esos créditos se recuperarían al ejecutar la hipoteca.

Como se desprende de las cifras anteriores, el problema del aumento de la morosidad, si bien no pone aún en peligro la solvencia de las entidades bancarias, dado su alto nivel de capitalización y sus satisfactorios niveles de rentabilidad, si que ha alcanzado la suficiente magnitud como para convertirse en uno de los principales motivos de preocupación de los gestores de bancos y cajas de ahorros. Es evidente que las entidades bancarias no pueden permitir la persistencia de tasas de crecimiento de los activos dudosos como las registradas en años anteriores, sin que ello comprometa gravemente su rentabilidad futura, por lo que en los últimos meses se ha producido un cambio sustancial en la actitud de las entidades bancarias a la hora de conceder nuevos créditos, y en la actualidad se exigen unos niveles de garantía mucho mayores, a fin de evitar, o al menos minimizar, las posibles pérdidas futuras en caso de impago.

En efecto como se puede ver en el cuadro núm. 3, donde se recoge la evolución de la variación neta de los saldos del crédito al sector privado fue el crédito con garantía real el que registró los mayores aumentos en los últimos meses, tanto en bancos como en cajas de ahorros. Ello ha provocado que el peso de dichos créditos en la cartera de ambos grupos de entidades haya aumentado hasta suponer un 22% del crédito total en los bancos y un 56% en las cajas de ahorros.

La concentración de la actividad crediticia en los préstamos con garantías reales tiene un efecto directo en la disminución de las dotaciones a los fondos de insolvencia, ya que como se puede observar en el gráfico núm. 1, dichos créditos exigen unos menores niveles de fondos de insolvencia, en parte por motivos legales, y en parte por sus menores niveles de morosidad. Además la existencia de una garantía afecta directamente al cumplimiento de la operación, supone unas mayores posibilidades de recuperación en caso de impago.

No obstante una política crediticia de este tipo, si bien tiende a reducir el crecimiento de la morosidad, como se puede ver en el gráfico núm. 2, supone una importante restricción de la oferta de recursos prestables y provoca dificultades para mantener las tasas de crecimiento de la inversión crediticia, que sigue siendo el negocio fundamental de las entidades bancarias (ver gráfico núm. 2).

Por otra parte, los créditos con garantía real exigen engorrosos trámites que encarecen mucho el coste final del crédito y, además, su rentabilidad media suele ser inferior a la de los créditos con garantía personal, por lo que no se puede mantener durante mucho tiempo una política crediticia basada en la concesión de este tipo de préstamos si no es a costa de una posible pérdida potencial de clientes de activo y de una disminución en la rentabilidad.

Se hace por ello necesario adoptar nuevas medidas que tiendan a restringir en lo posible la aparición de problemas de morosidad en la cartera de créditos, pero que al mismo tiempo, no supongan una excesiva restricción de la oferta de préstamos que pueda en un futuro perjudicar la posición en los mercados de las entidades de crédito.

En este sentido, son ya numerosas las entidades bancarias que están afrontando una revisión completa de sus procesos de concesión y seguimiento de los créditos para tratar de adaptarse a las nuevas condiciones de los mercados, que han provocado un aumento del nivel de riesgo de crédito.

En la actualidad y con los nuevos condicionantes del mercado⁽⁶⁾, ya no son validos los sistemas de gestión del riesgo de crédito aplicados anteriormente, y se hace necesario diseñar nuevos esquemas mucho más ágiles y dinámicos que basándose en nuevas técnicas de análisis del riesgo, en un uso mucho más racional e intenso de la información que sobre el acreditado tienen las entidades y, en un seguimiento más cuidadoso de las operaciones de crédito, puedan alcanzar los dos objetivos ya comentados, un descenso en los niveles de morosidad actuales, sin que ello suponga una restricción significativa de la oferta de préstamos que pueda poner en peligro la normal expansión de la entidad⁽⁷⁾.

(6) Menores márgenes, pérdida de los mejores clientes de activo por el proceso de desintermediación y aumento en el nivel de riesgo de crédito por la crisis económica.

(7) Para un análisis más detallado del problema ver: "La gestión del riesgo crediticio en banca se enfrenta a nuevos desafíos". Balsinde, Rodríguez, Woffi. Cuadernos de gestión McKinsey. Madrid 1993. Págs. 80-93.

LOS CONSEJOS DE MCKINSEY PARA LA GESTION DE LA MOROSIDAD

José M. Rodríguez Carrasco

Si lo único que su entidad no ha ensayado para reducir la cifra de morosos son los cambios organizativos, es hora de ensayarlos. Este parece ser el consejo de la consultora McKinsey, la empresa de asesoramiento más prestigiosa y cara del mundo, pero también a la que se le asignan más aciertos en el campo de la asesoría empresarial, y que últimamente se ha pronunciado también sobre la gestión de la morosidad en las entidades financieras.

En diversas publicaciones de la Fundación FIES se ha alertado sobre el crecimiento de la morosidad en las entidades financieras. Cualquier indicador de morosidad que se use, crecimiento absoluto de la calificación de morosos, tasa de crecimiento de esta partida o la ratio Morosos/Créditos concedidos, indican cifras alarmantes⁽¹⁾. Este crecimiento también se observa en el gráfico núm. 1 donde aparecen las cantidades que las entidades de depósitos tienen calificadas como morosos.

Conviene aclarar que cuando se habla de las cifras de morosos no se utiliza este término en la acepción común de nuestro lenguaje, como lentitud en el cumplimiento de las obligaciones, sino que lo que hace que un cliente sea calificado como moroso es una convención contable que exige una dotación de acuerdo con la normativa establecida por el Banco de España en 1985 y revisada posteriormente en circular 4/1991. Según esta circular existe morosidad, en términos generales, cuando los impagos tienen una antigüedad superior a los 90 días.

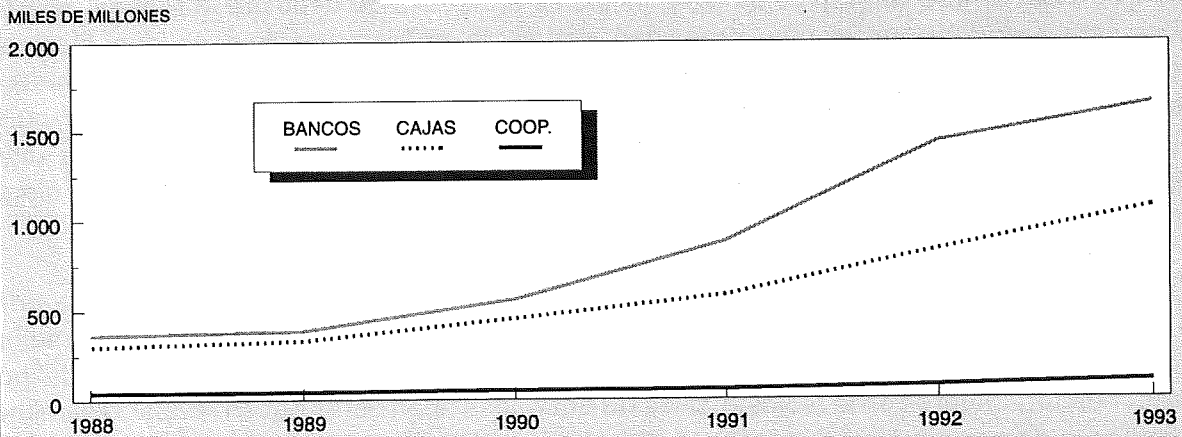
Importante como es la calificación de morosidad, pues indica que no se recuperan a su debido tiempo ni el principal ni los intereses de los créditos, es más grave aún la cifra de préstamos que en realidad resultan impagados y por otro lado las dotaciones que tienen constituidas las entidades financieras para hacer frente a estos impagos.

Quizá sea importante añadir a la cifra de morosos presentada por el Banco de España las estadísticas de quiebras y suspensiones de pago que aporta el I.N.E., pues son estas empresas las que en último termino no harán frente al pago de sus obligaciones en el momento debido, y esto en el mejor de los casos. En el gráfico núm. 2, se aprecia cómo en los últimos cinco años han subido tanto las quiebras como las suspensiones de pagos. Las cifras de que se dispone hasta el mes de octubre del 93 suman 902 suspensiones de pagos y 351 quiebras, haciendo una proyección se observa, pues, una tasa menor de crecimiento.

Resulta, si cabe, más ilustrativo el gráfico núm. 3 donde aparecen las causas de suspensiones, siendo la principal la falta de liquidez, lo cual es un indicador más de las dificultades que tendrán los acreedores para cobrar lo que se les debe.

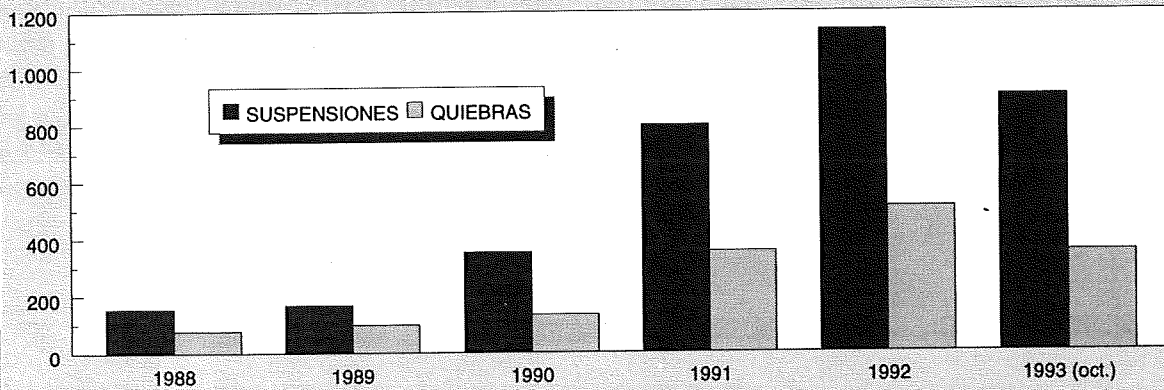
⁽¹⁾ Fuentes, Ignacio. Los activos dudosos de las entidades bancarias. Cuadernos de Información Económica. Núm. 76/77. Pp. 135-142.

GRAFICO NUM. 1
MOROSOS DE ENTIDADES DE DEPOSITOS



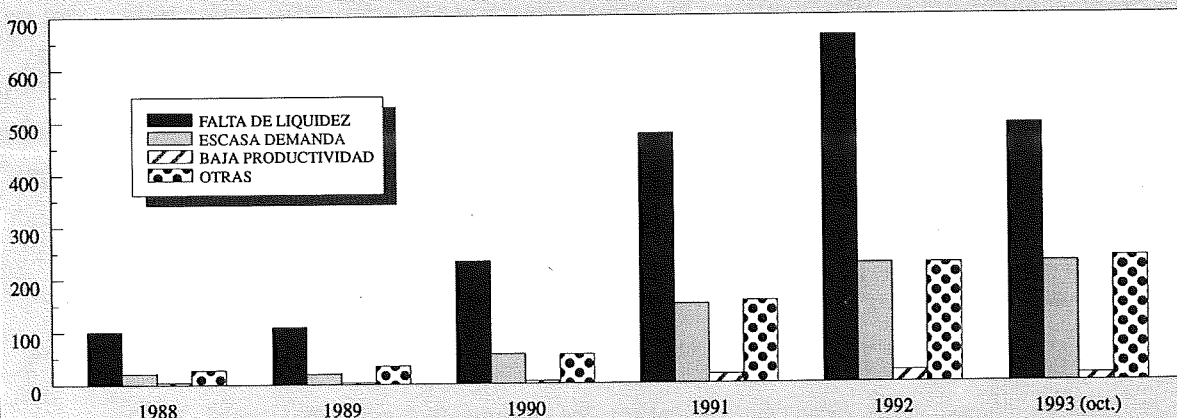
Fuente: B. España. Boletín Estadístico.

GRAFICO NUM. 2
ESTADISTICA DE DECLARACIONES DE QUIEBRA Y
SUSPENSIONES DE PAGOS



Fuente: INE

GRAFICO NUM. 3
CAUSA DE LA SUSPENSION



Fuente: INE

En otro estudio publicado recientemente por Andersen Consulting⁽²⁾ y donde se recoge la opinión de más de 400 directivos de las principales entidades de depósito europeas, aparte de señalar esta preocupación por la morosidad actual, la opinión unánime es que el nivel de morosidad seguirá creciendo, principalmente en lo que atañe a los créditos a particulares y al consumo. Como se sabe, son precisamente estos dos segmentos de mercado a quienes tradicionalmente han atendido las Cajas de Ahorro; curiosamente se observan en los últimos tiempos unos movimientos de la banca privada, -la "guerra del crédito al consumo"- dirigidos particularmente a captar este mercado de las Cajas.

La reacción de las entidades financieras ante esta situación suele ser culpar de este aumento de morosidad al grave momento económico que atraviesa la economía y esperar que mejore el clima económico para que disminuya la cifra de morosidad; siendo esto verdad, no se corresponde totalmente con la realidad, pues las entidades financieras deben revisar radicalmente sus procesos de concesión y seguimiento de crédito en los diversos segmentos de su clientela.

La idea de que es preciso un nuevo enfoque o la utilización de nuevas técnicas para el análisis de la morosidad, como es la inclusión en el estudio de una valoración del sector donde está ubicada la empresa, ha sido apuntada recientemente por algunos directivos de Cajas de Ahorros, véase Diario Expansión de 30-XII-93 en páginas especiales dedicadas a Cajas de Ahorros.

Estos cambios organizativos son los que propone McKinsey en dos recientes publicaciones⁽³⁾ y son el resultado de haber implantado diversas técnicas y sistemas innovadores en 15 grandes entidades financieras. Este nuevo sistema de gestión del riesgo se apoya en tres pilares, el primero es un *nuevo diseño del proceso de gestión del riesgo*, el segundo son las *herramientas disponibles en la actualidad para dicha gestión*, y el tercero es una *descripción de las barreras u obstáculos que se pueden encontrar en la implantación del nuevo sistema* y cómo vencer estas resistencias al cambio.

NECESIDAD DE UN NUEVO DISEÑO DE LA GESTION DEL RIESGO CREDITICIO.

Hasta épocas recientes las entidades financieras han operado en un entorno donde las quiebras eran pocas, los márgenes elevados y el objetivo prioritario era evitar la concesión de malos créditos, quedando relegado a un segundo lugar la valoración estricta del riesgo. El nuevo sistema pretende aminorar los costes operativos y pérdidas crediticias, así como mejorar los niveles de servicio.

Es preciso partir del principio que en el estado actual de la economía la **naturaleza del riesgo crediticio** ha cambiado. Estos cambios afectan tanto a los costes como a los ingresos provocando un estrechamiento de márgenes y forzando, por consiguiente, a unos márgenes de error más reducidos. Coincidiendo con este estrechamiento de márgenes el fenómeno de la desintermediación ha provocado que los "buenos" créditos abandonen el sistema bancario, con lo que la calidad global del balance se ha deteriorado.

(2) La Banca y los Mercados de Capitales en España y en Europa. Arthur Andersen y Andersen Consulting. Madrid 1993.

(3) Wuffli, Peter A. y Hunt, David A. Fixing the credit problem. The McKinsey Quarterly. 1993. Núm. 2. 93-105.
Basilde, Rolando. Rodríguez, Gonzalo y Wuffli, Peter. La gestión del riesgo crediticio en banca se enfrenta a los nuevos desafíos. Cuadernos de Gestión McKinsey. Madrid 1993. Pp. 80-93.

La conjunción, pues, de un entorno de crisis y la aplicación de un proceso tradicional de concesión de créditos trae como resultado una morosidad sin precedentes. Hay que **replantearse**, por consiguiente, los procesos y la organización del área de créditos. Este nuevo diseño organizativo se dejará notar en tres áreas:

- a) **Menores pérdidas crediticias y mayores tasas de recuperación** debido a una sensible mejora del proceso de toma de decisiones.
- b) **Menores costes operativos** por el simple hecho de simplificar y mejorar el proceso.
- c) **Mayor nivel de servicio** para los clientes, fruto de un mecanismo de concesión más ágil y más transparencia en la información.

NUEVOS SISTEMAS DE MEDICION Y CONTROL DEL RIESGO.

El nuevo modelo que se propone parte de cuatro pilares o bases que constituyen una tarea sobre las que la dirección de las entidades financieras debe construir el nuevo diseño organizativo. Véase figura núm. 1.

A continuación se verá qué comprende cada uno de estos ejes de actuación.

Riesgos visibles y medibles.

En este nuevo enfoque los sistemas que miden y controlan el riesgo constituyen su base fundamental. En este momento las entidades financieras más avanzadas están utilizando cuatro grandes sistemas que son, a) sistemas de calificación (rating); b) Sistemas de puntuación (credit scoring); c) Alerta temprana; y d) Rentabilidad de clientes.

Sistemas de calificación o "rating". Un buen sistema de "rating" establece clasificaciones basadas en la morosidad prevista, asegura que las morosidades de cada clase de riesgo sean consistentes en el tiempo y utiliza parámetros de medida homogéneos en todos los segmentos de la clientela. Los modelos que normalmente se utilizan en nuestras entidades financieras son adaptaciones de los elaborados en su día por Dun & Bradstreet y la National Association of Credit Management de Estados Unidos.

Sistemas de "credit scoring" que complementan (en empresas) y reemplazan (en particulares) la valoración de los responsables de la concesión del crédito. Para particulares deben utilizarse sistemas de "credit scoring" completamente automatizados que usen información verificable para la toma de decisiones de concesión de créditos. Para empresas el "scoring" debe utilizar información de balance, cuenta de explotación y datos externos, pero se repite que en el análisis de las empresas, el "scoring" es un sistema que complementa, y en ningún caso sustituye un profundo análisis de los estados contables de la empresa. En cualquier caso, estos sistemas, aunque en algunos casos se denominan de concesión automática de créditos, no sustituirán la decisión crediticia final que debe continuar en manos de los responsables de la concesión del crédito.

"Sistemas de alerta temprana". Estos sistemas, derivados en parte del primitivo modelo de predicción de quiebra elaborado por Altman y adaptado por las entidades financieras a las circunstancias de las empresas de su zona, pretende reaccionar ante un posible empeoramiento

de la situación económica de un cliente. Estos sistemas se basan en señales de alerta que miden variables individuales, por ejemplo descubiertos, y combinaciones de estas variables, por ejemplo pagos atrasados y falta de actividad. Estas señales ofrecen un índice global que sirve para elaborar una lista de clientes o zona que requieren un seguimiento más estrecho. La ventaja de este método es que permite integrar información cuantitativa, como la evolución de la remesa, con cualitativa, salidas de empleados clave, cambios en la sociedad, información que en ocasiones está diseminada en diferentes unidades del banco como gerentes de cuentas, analistas de riesgos, y es conveniente plasmar en único instrumento para identificar sistemáticamente una situación de dificultad económica.

Modelo de rentabilidad de la relación con el cliente. En estos modelos de rentabilidad de los clientes debe incluirse el margen financiero, las comisiones y costes de todos los productos de la relación. Debe figurar siempre en estos modelos el coste de los recursos propios requeridos por la legislación para sostener un volumen de actividad crediticia concreto.

Adaptar los procesos de crédito a las características de cada segmento.

El objetivo de reducir los costes operativos y aumentar el nivel de servicio puede conseguirse adaptando cada proceso al segmento de clientes y al riesgo potencial. Las cinco medidas Propuestas son:

Diseñar procesos de evaluación. Algunas entidades utilizan procesos idénticos para todos los créditos y deben diferenciarse, los créditos hipotecarios que pueden ser automatizados y centralizados, de los créditos a grandes a empresas o proyectos de inversión complejos que requieren la creación de un equipo gestor de la operación de crédito.

Establecer una función de recuperación independiente. Las técnicas de recuperación son diferentes de las de concesión y control. Por otro lado en períodos de crisis, la separación de responsabilidades ayuda a mantener la objetividad. Un análisis detallado de la cartera de impagados facilita el orden de prioridades y centra los esfuerzos en las operaciones de mayor impacto económico.

Normalizar procedimientos. La experiencia demuestra que entre el 70 y 80% del trabajo de análisis de las oficinas se duplica en los departamentos centrales. Un diseño minucioso del proceso y automatización del mismo pueden reducir el tiempo de todos los responsables y evitar duplicidades.

Adaptar los procedimientos de valoración y control a cada "rating" de riesgo. Se deben establecer las garantías según la clase de riesgo. La figura núm. 2 expresa con claridad la visión que de la política comercial y de control deben tener los responsables de la entidad financiera.

Si el Departamento Comercial se encuentra con una operación de riesgo, cuyo "rating" es bajo, lo lógico es prestar a corto plazo, exigir más garantías y aumentar el margen de la operación. Lo contrario puede decirse de una operación con un "rating" de calidad.

La política de control debe marchar en paralelo con la política comercial, así en el caso que se acaba de mencionar de un "rating" bajo, la política de control exigiría una mayor frecuencia de actualización de estados financieros, una minoración del riesgo máximo por cliente y una frecuencia más amplia de revisiones internas.

FIGURA NUM. 1
CAUSA DE LA SUSPENSION

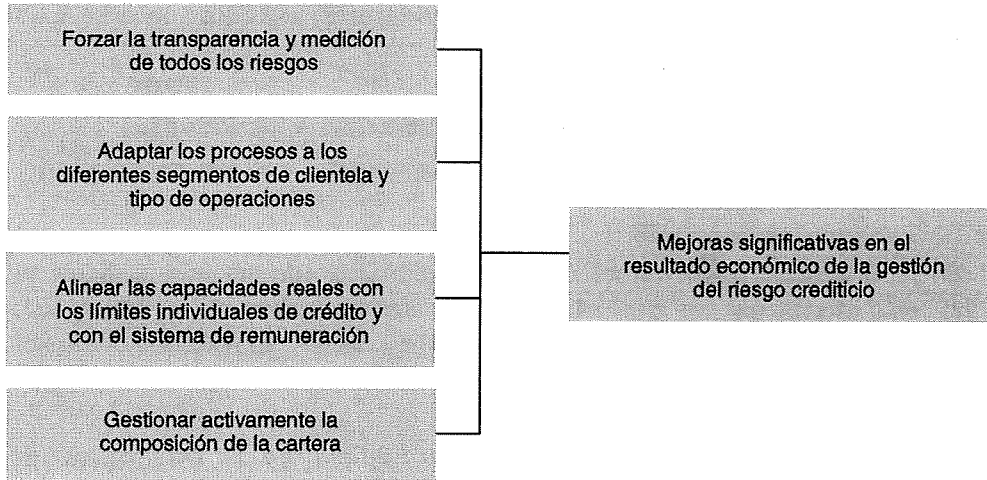
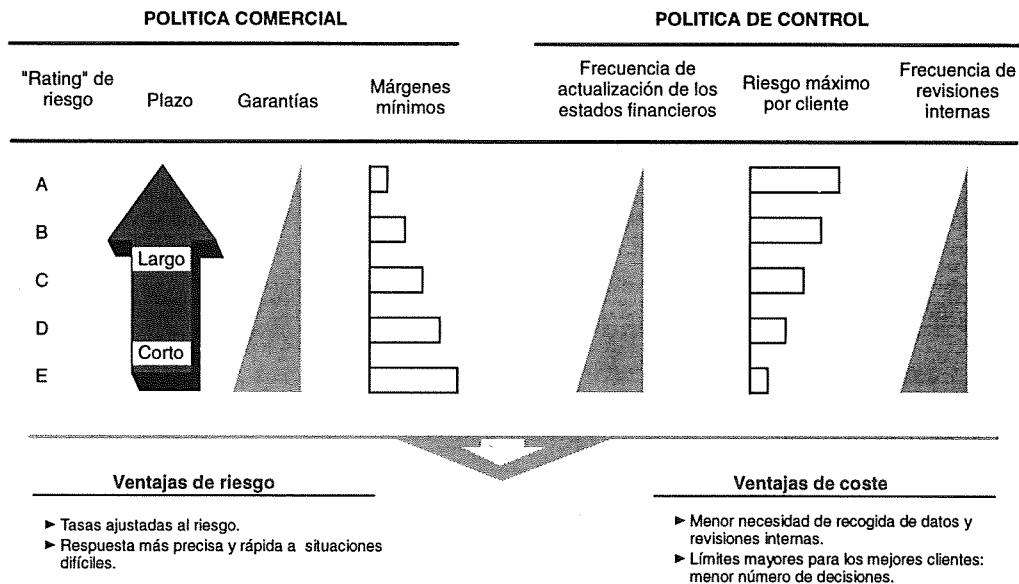


FIGURA NUM. 2
ADAPTACION DE LOS PROCEDIMIENTOS SEGUN LA CALIDAD DEL RIESGO



Fuente: Mckinsey & Co.

Controlar centralizadamente la concentración y los límites de riesgo. Es imprescindible contar con una autoridad central fuerte que sirva de contrapeso a la capacidad de decisión otorgada a los empleados. Las funciones de la autoridad central deben ser señalar los límites para cada responsable de préstamos y de concentración de la cartera, así como la operación del sistema de alerta.

Alinear las capacidades con el sistema de remuneración e incentivos.

Muchos responsables de créditos no están capacitados para emitir buenos criterios sobre propuestas de crédito, especialmente si su límite ha ido creciendo como resultado de la antigüedad en la empresa y no de su capacidad demostrada en el ejercicio de la actividad crediticia. Muchos sistemas se centran también en volumen de créditos y no miden la responsabilidad por pérdidas crediticias. Para corregir estos problemas existen tres vías de actuación:

1. *Debe implantarse una jerarquía de límites en función de la trayectoria y capacidades individuales.* La situación financiera que se vive en nuestros días es más compleja y de mayor riesgo y requiere, por tanto, una base de conocimientos mayores. Los límites, pues deben asignarse en función de las capacidades demostradas y no por la posición jerárquica que se ha alcanzado en la entidad.
2. *Debe evaluarse a los responsables de la concesión de crédito según sus capacidades crediticias demostradas.* Algunas áreas que debe evaluarse son la complejidad de la cartera administrada, análisis de riesgos y detección temprana de problemas.
3. Finalmente *debe haber una clarificación de responsabilidades.* Generalmente la vida de un crédito es más larga que la duración en el puesto de trabajo del responsable de su concesión o del comité que lo analiza, con lo que tiende a difuminarse la responsabilidad. Es fundamental establecer pautas de responsabilidad clara para todo el proceso, y si hay nuevos responsables, éstos deben "comprar" la cartera de su predecesor con los ajustes que sean necesarios.

Gestionar activamente la cartera crediticia.

Para realizar esta gestión existen tres objetivos prioritarios:

Determinar la concentración óptima por clase de activo. La composición de la cartera debe obedecer a objetivos preestablecidos de ajuste de nivel de riesgo. Cada activo debe valorarse en función del margen que genera, los niveles previstos de pérdidas y de su volatilidad. Los bancos excelentes se distinguen porque ajustan dinámicamente la composición de su cartera.

Incluir la gestión del riesgo en la definición de objetivos y planes de crecimiento. Una de las relaciones más consistentes que se dan en el área de créditos es la que existe entre crecimiento del crédito y mayor morosidad futura. Esto ocurre porque la cartera de la entidad financiera crece más aprisa que su capacidad de riesgo, o en áreas donde no tiene los suficientes conocimientos.

Limitar la cuantía máxima de los créditos. Muchas entidades soportan créditos demasiado grandes para el tamaño de sus recursos propios. La limitación del tamaño de los créditos es una tarea difícil, pero desde el punto de vista de la rentabilidad no queda otra solución que ligar la cuantía de los créditos a la masa de recursos propios.

El papel de la Alta Dirección.

La adopción de cambios pertinentes es una tarea que compete principalmente a la Alta Dirección, pues en muchos casos implica cambiar la cultura de la entidad especialmente en los niveles medio y superior de la jerarquía crediticia. Ante la complejidad que la puesta en práctica de un nuevo sistema supone, algunas entidades prefieren no hacer nada para no empeorar la situación actual.

El papel fundamental de la Alta Dirección consiste en tener una visión clara de los procesos a seguir. Por ello,

Los mensajes que se emitan ha de ser coherentes, con aplicaciones consistentes a los largo de varios años y en las decisiones día a día.

La Alta Dirección debe liderar el programa desde arriba. Si la entidad es grande, esto exige la creación de un Comité Permanente cuya misión es encabezar el proyecto, derribar las barreras al cambio, coordinar las notificaciones más importantes y conseguir la participación de todas las áreas.

Labor de colaboración multifuncional. Hay que asegurarse que el nuevo diseño se lleva a cabo, no por mera delegación a un directivo, sino formando equipos cuya labor se centre en objetivos concretos que puedan ser medidos.

Poner de manifiesto una visión integrada. Gran parte del éxito de la implantación de un nuevo sistema reside en la capacidad de la Alta Dirección para comunicar a todo el personal una visión integrada de la nueva política de créditos.

Si, en definitiva, el análisis de la situación de morosidad es importante así como las causas que la origina, más importante aún es la puesta en práctica de los medios pertinentes, pues es la correcta gestión de la morosidad la que marca la diferencia entre una entidad excelente y la que se deja arrastrar por las circunstancias adversas del momento.

**LAS CARTERAS DE DEUDA Y LAS PERSPECTIVAS PARA
LA FINANCIACION PUBLICA EN 1994**

Analistas Financieros Internacionales

La extrema ortodoxia en la financiación de las necesidades de endeudamiento del Estado -pesar de su fuerte ampliación respecto a lo presupuestado inicialmente-, ha avanzado considerablemente durante 1993. **El pasado año se ha cerrado con una holgada situación financiera, en la que el Estado ha conseguido, a través del acceso a los mercados de deuda negociable, un volumen de fondos superior a sus necesidades**, lo que le ha permitido cambiar el signo de su posición frente al Banco de España, situando al Tesoro en una situación más cómoda de cara a 1994. A partir de este año, no le estará permitido superar en ningún momento el volumen de recurso que consolidó a final de 1989 (1.156 M.M.), de acuerdo con la reforma de la Ley General Presupuestaria (art. 101) que incluye la Ley de Presupuestos para 1994. El BE tampoco podrá adquirir deuda del Tesoro directamente de éste, salvo acudiendo a las subastas al precio medio.

La ortodoxia en la cobertura de la necesidad de financiación del Estado no se ha plasmado únicamente en la disminución del recurso al Banco de España, sino también en la consolidación de emisiones de deuda a largo plazo y consiguientemente en el alargamiento de su vida media. Este avance ha sido posible gracias a la expectativa de bajada de tipos de interés presente durante el pasado año, que ha generado perspectivas importantes de ganancias de capital. Este factor ha sido un aliciente que ha atraído un importante volumen de capital extranjero, el cual ha materializado sus posiciones mayoritariamente en deuda a largo plazo.

No obstante, el escenario de 1993 ha estado dominado, aunque en mucha menor medida que en 1992, por riesgos cambiarios, lo que ha provocado que los no residentes hayan buscado financiación en deuda. Dicha financiación se ha consolidado a través de las denominadas "operaciones simultáneas", a través de las cuales los residentes adquieren con pacto de reventa los títulos a largo adquiridos en firme por los extranjeros. Este proceso ha implicado, por tanto, un alargamiento de la vida media de la deuda, sin que haya variado cualitativamente el hábito de inversión de los residentes, que han continuado mostrando su preferencia por el corto plazo.

Cobertura de la necesidad de financiación del Tesoro en 1993.

La necesidad neta de endeudamiento del Estado estimada para 1993 se eleva a 4,389 billones -resultado de una previsión de déficit de caja de 3,987 billones y una variación neta de activos financieros de 402,5 m.m.-. Su cobertura se ha conseguido básicamente con el acceso a los mercados de deuda pública, cuya emisión neta de 6,111 billones, superior a la necesidad de endeudamiento, se estima que ha permitido reducir en torno a 1970 m.m. el recurso del Tesoro al Banco de España. Ello habría supuesto una **sobrefinanciación de 1.049,3 m.m. en el conjunto de 1993**, dado que el nivel del recurso al principio del año se situaba en 920,7 m.m. Considerando el crédito singular de 1.156 m.m. consolidado a final de 1989, el Estado dispondría de un colchón de 2.205 m.m. para el año 1994.

En el conjunto de 1993, la cobertura de la necesidad de endeudamiento del Estado se ha conseguido gracias a la emisión neta de deuda negociable (6,111 billones efectivos). De ella, la emisión de deuda a medio y largo plazo ha sido la principal vía de financiación: ha alcanzado un volumen efectivo de 5.946 m.m. Asimismo ha sido importante la financiación captada a través de letras a un año (3.086,7 m.m.), que ha compensado sobradamente la desfinanciación de 2.900 m.m. en pagarés del Tesoro y letras a tres y seis meses. El resto de la financiación ha procedido de préstamos, interiores y exteriores. Esta ortodoxa financiación del Tesoro en 1993 ha supuesto un aumento considerable del saldo vivo de deuda en circulación, que se elevaba en diciembre a 24.777,8 m.m. (de ellos 10.723,3 m.m. correspondían a letras y 14.054,5 m.m. a deuda a medio y largo plazo), frente a un volumen de deuda existente a final de 1992 de 17.805,2 m.m., de los cuales 9.789,4 m.m. eran letras del Tesoro y 8.015,8 deuda a medio y largo plazo.

Se ha producido, como se observa, una inclinación a favor de una financiación en deuda a más largo plazo. De hecho, la vida media de la deuda se ha elevado a 2,77 años, frente a 1,86 en que se situaba a final de 1992. **La consolidación de emisiones a largo plazo ha coexistido con unas elevadas perspectivas de ganancias de capital generadas por la expectativa bajista de tipos existente durante el año.** Aunque también durante 1993 ha habido tensiones cambiarias, se ha recuperado a partir del segundo semestre un clima de cierta estabilidad cambiaria, dentro del cual este escenario bajista de tipos ha sido posible: el panorama, por lo tanto que se dibujaba a final de 1993 era sustancialmente diferente al de 1992, en que el Estado tuvo que recurrir a la emisión de letras a tres y seis meses, a fin de evitar recurrir al Banco de España, debido a que el contexto de incertidumbre sobre la peseta, y consiguientemente sobre los tipos de interés, no generaba demanda sobre la deuda del Estado a largo plazo.

Es importante señalar el hecho de que, **a pesar de haber sido 1993 un año en que el Tesoro ha conseguido alargar considerablemente la vida media de su deuda** -un 97% de la emisión neta total ha correspondido a bonos y obligaciones-, **no se ha alterado significativamente la estructura de inversión del sector residente, que ha mantenido una actitud conservadora, centrada prioritariamente en el corto plazo, a través de la adquisición vía simultáneas de un volumen considerable de la deuda en firme adquirida por los no residentes.** Este proceso de transformación de la financiación de los no residentes en inversión a corto de los residentes ha sido favorecido, además, por dos factores. El primero se encuentra relacionado con el aumento tan importante que ha registrado el ahorro privado durante el pasado año: este proceso, típico de los ciclos recesivos, se ha desarrollado con una intensidad sin precedentes en España, ante el clima de incertidumbre -consecuencia de la crisis económica-, y el aumento durante el período 1986-92 de la temporalidad en los contratos de trabajo, que ha hecho a los agentes económicos postponer sus decisiones inversión y consumo hasta tanto se produjera una mejora de sus expectativas.

El segundo factor ha sido la materialización de una parte importante de este ahorro en Fondos de Inversión, la mayor parte de los cuales ha situado su inversión en activos líquidos: su expansión se ha consolidado no sólo por las ventajas fiscales que ofrecen, sino también por el menor desarrollo que durante 1993 han tenido otras formas alternativas de inversión, bien en acciones o en divisas. De hecho, el acceso a los mercados exteriores ha continuado, siendo una práctica muy poco generalizada entre los gestores de fondos, que se ha visto desincentivada aún más por el clima de inestabilidad cambiaria existente en el año. Por su parte, la inversión en Bolsa se ha comenzado a desarrollar en la última parte del año, una vez clarificado el ambiente político tras las elecciones, y, también, tras haberse descontado un cierto saneamiento de las empresas, gracias a los procesos de destrucción de empleo y de descenso en el coste de la financiación. Así, durante el pasado año estas alternativas de inversión en acciones o en mercados extranjeros

no han sido competidores importantes de la deuda pública, si bien para el próximo año se podría prever una alteración del signo de estos factores.

Por otra parte, el conservadurismo que caracteriza en conjunto a los gestores de fondos de inversión, ha favorecido la inversión en deuda pública a corto plazo, con lo que se explica parte de el extraordinario desarrollo de las operaciones simultáneas, que se han desarrollado en paralelo al estrecho diferencial depo-repo. Este último factor ha instaurado una forma alternativa de financiación para los no residentes, menos costosa que el mercado de depósitos en europesetas.

Como consecuencia de este proceso de expansión de operaciones simultáneas, la cartera contable en firme de deuda a medio y largo plazo poseída por los no residentes resulta ser muy superior a la que reflejan las cifras de la Central de Anotaciones -que están depuradas de estas ventas temporales a residentes-. De los 14,3 billones vivos de bonos y obligaciones, los no residentes poseían al cierre del año 7,3 billones, es decir, el 51% del saldo vivo. En el año transcurrido, **la emisión nominal neta de deuda a medio y largo plazo ha ascendido a 6,3 billones, de los que 5,3 (un 84,5% de la emisión nominal total), han sido adquiridos en firme por los no residentes**, mientras que los residentes (tanto terceros como titulares) sólo han cubierto el 14,41% de esta emisión, confirmándose con ello la no alteración durante este año de la tradicional preferencia de los residentes por valores a corto plazo. De esta forma, la cartera que tienen los residentes de deuda a medio y largo sólo es importante, si a sus posiciones adquiridas en firme les agregamos sus adquisiciones temporales netas.

Por su parte, **la financiación efectuada a través de letras del Tesoro ha sido cubierta en su totalidad por los residentes, mientras que los no residentes han reducido posiciones:** la emisión nominal ha ascendido a 933,9 m.m., de los que un 76,6% se encuentra en poder de titulares, y un 27,7% en manos de terceros residentes.

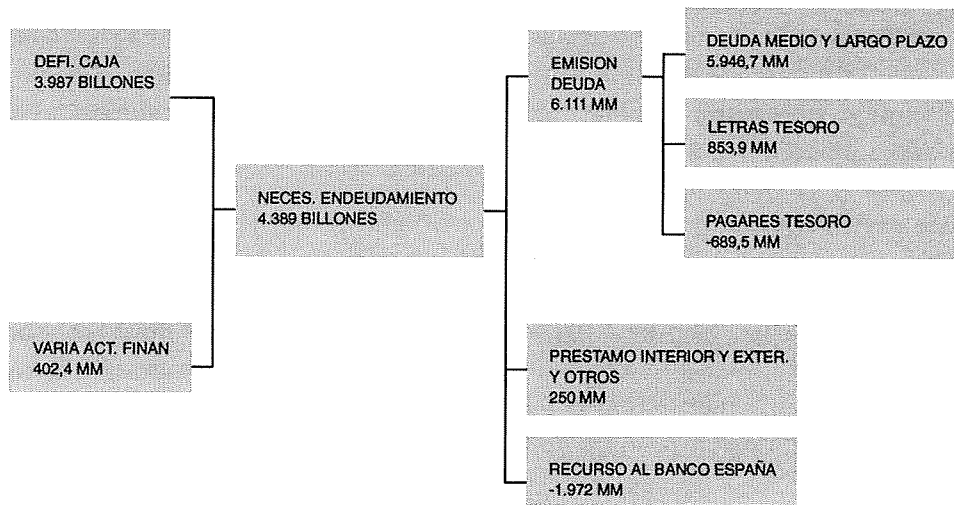
Perspectivas para 1994.

En cuanto a las **perspectivas para 1994**, las necesidades de endeudamiento estimadas son parecidas a las de 1993 -la previsión oficial de los Presupuestos las sitúa en 4.031 m.m., si bien nosotros estimamos su elevación a 4.531 m.m., a raíz de las desviaciones que consideramos pueden producirse en el déficit de caja-. Por su parte, los vencimientos brutos de deuda para el año próximo son algo inferiores a los del pasado año: en 1994 tendrán lugar unos vencimientos efectivos de 10.976,1 m.m. frente a 11.557,9 que vencieron en 1993. En conjunto, estimamos que durante 1994 seguirán operando un conjunto de factores positivos -mayores en peso que otros desincentivadores de la inversión en deuda pública-, que facilitarán la cobertura por parte del Tesoro de sus necesidades de financiación.

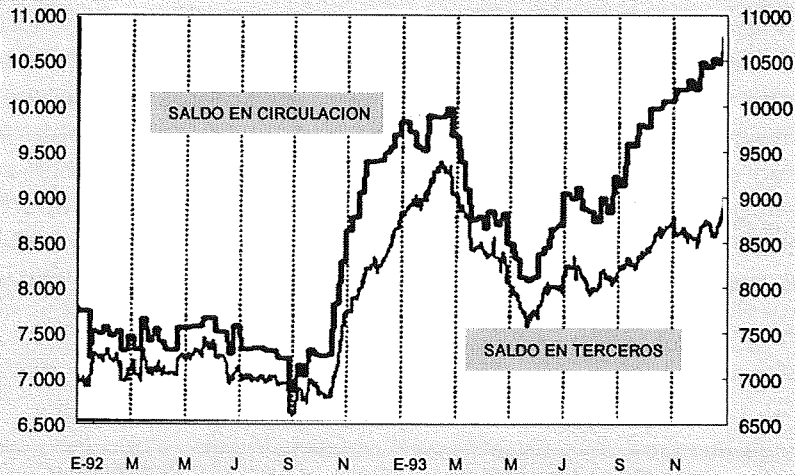
En concreto, los dos primeros elementos positivos que deben destacarse son: de una parte, el colchón (de unos 2.205 m.m., un 14,3% de los 15.500 m.m. de emisión bruta necesaria) de tesorería positiva con el que el Tesoro inicia su posición frente al Banco de España y, de otra, la línea de crédito en ecus con un sindicato de entidades bancarias establecida el verano pasado. Por otra parte, es de esperar, lo que también contribuirá favorablemente, una continuidad en el proceso de descenso de los tipos oficiales a corto, así como la no existencia de serios peligros de repunte en los tipos a largo -es previsible que las rentabilidades a largo plazo encuentren su suelo en 1994, pero las expectativas de convergencia mantenidas no hacen esperar una elevación de los niveles de largo plazo-.

FIGURA NUM. 1

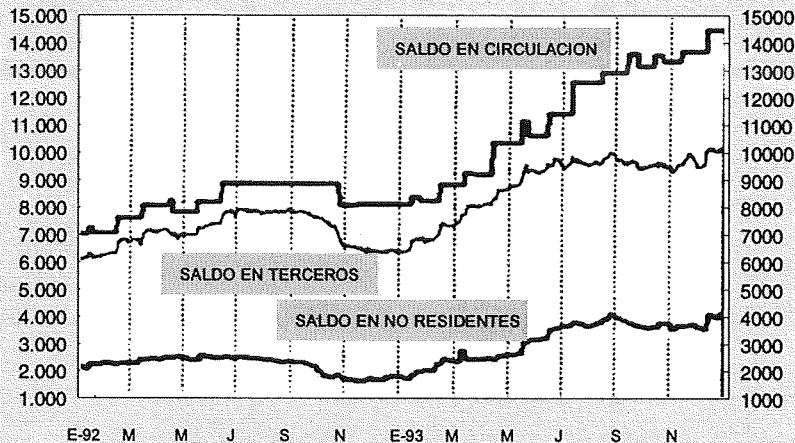
Estimación Necesidad Endeudamiento Estado en 1993 y su financiación



EVOLUCION DEL SALDO DE LETRAS (m.m.)



EVOLUCION DEL SALDO DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO (m.m.)



Por otra parte, también durante 1994 continuará elevándose la propensión al ahorro del sector privado, dado que es previsible que la temporalidad del empleo y la reforma del mercado laboral sigan amplificando el efecto de la recesión sobre el consumo privado, al mismo tiempo que continúen deterioradas las expectativas de inversión productiva; este elemento seguiría impulsando, por tanto, la expansión de los fondos de inversión -la mejor alternativa fiscal para invertir-, los cuales, como se ha comentado, tienen una importante tradición inversora en deuda pública y a corto plazo.

Asimismo, también pesarán otros factores, como las fuertes posiciones de liquidez de algunas entidades financieras en el interbancario, y la atonía, de una parte, en la demanda de crédito por parte del sector privado, y de otra, también en la oferta, ante los elevados niveles de morosidad, que exigen cautelas en la expansión del negocio crediticio. Dicha tendencia a la generación de liquidez de las entidades financieras prevemos que supondría la búsqueda de formas alternativas de inversión en los mercados de deuda pública, dado el bajo nivel que alcanzarán en 1994 los tipos del interbancario, con descensos hasta el 7%.

En contraposición al año 1993, durante 1994 no operará, sin embargo, con tanta fuerza el factor primordial que impulsó entonces la adquisición de deuda a largo plazo: las perspectivas de plusvalías en los valores a largo. Asimismo, es de esperar el afianzamiento de la inversión en Bolsa, consolidándose la operativa iniciada a final de 1993, siendo también previsible una apertura de la inversión hacia los mercados exteriores. También cabe considerar el desarrollo que está teniendo el mercado de renta fija privada, que canalizaría un volumen cada vez más competidor de la deuda pública. Con todo ello, **sopesando todos estos elementos que configurararán el panorama de 1994, pensamos que los factores impulsores de la demanda de deuda pública dominan sobre aquellos otros incentivadores de formas alternativas de inversión, con lo que el Tesoro continuará en una situación propicia para cubrir sin dificultades sus necesidades de endeudamiento, lo que habrá de traducirse en una apertura gradual de los diferenciales depo-repo a un año y de los *speeds* IRS-deuda, a lo largo de 1994, y ello aún cuando el BE mantenga los nulos diferenciales de intervención diaria entre repos sobre CBE y repos sobre deuda.**

VIDA MEDIA EN AÑOS DE LA DEUDA DEL ESTADO NEGOCIABLE

(Según amortizaciones efectuadas)

	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo	Total
1985	--	0,71	3,73	1,29
1986	--	0,83	3,62	1,79
1987	0,50	0,75	2,85	1,34
1988	0,49	0,70	2,18	1,16
1989	0,42	0,78	2,41	1,19
1990	0,44	0,74	2,17	1,08
1991	0,42	0,51	2,88	1,45
1992	0,41	0,14	3,75	1,86
1993(e)	0,53	--	4,69	2,91

(e) Estimación propia a 31 de diciembre.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y AFI.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

VARIACIONES NETAS MENSUALES Y ACUMULADAS DE LOS PRINCIPALES PASIVOS FINANCIEROS DEL ESTADO EN 1993
(Según efectivos en m.m.)

	Letras a un año		Letras 6 meses	Letras a 3 meses	Pagars del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo	TOTAL Deuda negociable	Recursos del Estado al	
	Mercado	B.E.						B.E.	TOTAL
Enero	201,9	-22,3	284,5	-437,4	-463,6	115,5	-322,0	751,6	429,6
Febrero	-268,1	-	2668,1	-197,9 ^(*)	-143,5	544,0	202,7	-307,1	-104,4
Marzo	-235,2	-	-534,4	-55,9	-15,0	307,2	533,4	1.268,1	734,7
Abril	274,4	-	-227,8	-360,3	-5,1	1.099,2	780,3	-955,4	-175,1
Mayo	-182,2	-	-6,4	-136,5	-6,1	206,1	-125,2	758,1	632,9
Junio	421,3	-	40,6	58,0	-56,1	707,2	1.170,9	-826,2	344,7
Julio	418,1	-	-284,5	-	-	1.152,5	1.286,1	-1.259,6	26,5
Agosto	620,0	-	-268,1	-	-	333,6	685,4	-3,5	681,9
Septiembre	670,4	-	-	-135,3	-	253,1	788,3	-520,0	268,3
Octubre	280,5	-	-	-26,3	-	139,9	394,1	-250,2	143,9
Noviembre	236,5	-	-94,6	-	-	357,1	499,0	-292,7	206,3
Diciembre	649,7	-	-96,2	-	-	731,4	1.284,9	-335,3(e)	949,6
ENE-DIC	3.086,7	-22,3	-919,0	-1.291,5	-689,5	5.946,7	6.111,1	-1.972,2	4.138,9

(*) Incluye el vencimiento de 82 m.m. efectivos de letras a 51 días del 19 de febrero.

SALDOS NETOS DE LETRAS DEL TESORO

(m.m. y en nominales)

	Dic 92	%	Dic 93	%	Variación	
B.E.	25,0	0,3%	0,0	0,0%	-25,0	-2,7%
Titulares sin B.E.	1.002,1	10,2%	1718,3	12,0%	716,2	76,7%
Terceros residentes	8.691,5	88,8%	8.950,0	62,5%	258,5	27,7%
Terceros no residentes	70,8	0,7%	55,0	0,4%	-15,8	-1,7%
Total	9.789,4	100,0%	10.723,3	100,0%	933,9	100,0%

FINANCIACION DE LAS NECESIDADES DE ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO

Recurso al B.E.	Letras del Tesoro	Pagars más Deuda Especial	Deuda a medio y largo plazo	Otros	TOTAL	Porcentaje de "funding"	Pro-memoria		
							Variación de		
							cartera no resid.	Porcentaje	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(4)/(6)	(7)	(7)/(6)	
1985	442,1	-	1.135,5	271,3	-144,0	1.704,9	15,91	-	-
1986	-606,7	-	936,7	1.649,5	-472,4	1.507,1	109,45	-	-
1987	-313,5	2.211,1	-496,2	298,1	-195,4	1.504,1	19,82	-	-
1988	-342,0	1.075,6	-159,3	948,1	-37,4	1.485,0	63,85	119,3	8,03
1989	233,3	1.455,4	-375,8	277,3	-515,8	1.074,4	25,81	215,1	20,02
1990	-133,2	1.711,5	-795,7	370,0	273,8	1.426,4	25,94	187,0	13,11
1991	-4,8	417,2	-828,5	1.802,9	176,7	1.563,5	115,31	1.566,7	100,20
1992	-122,3	1975,4	-1.112,8	1.021,7	643,6	2.405,6	42,47	-336,9	-14,00
1993 ^(a)	-1972,0	853,9	-689,5	5.946,7	250,0	4.389,1	135,49	2.418,7	55,11

(a) Estimación propia.

Fuente: I.G.A.E. Boletín Estadístico del Banco de España y Elaboración propia.

SALDOS NETOS DE DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO

(m.m. y en nominales)

	Dic 92	%	Dic 93	%	Variación	
B.E.	375,4	4,7%	444,7	3,3%	69,3	1,1%
Titulares sin B.E.	1.293,2	16,1%	3.775,1	28,3%	2.481,9	39,3%
Terceros residentes	4.568,3	57,0%	5.913,9	44,4%	1.345,6	21,3%
Terceros no residentes	1.778,9	22,2%	4.197,6	31,5%	2.418,7	38,3%
Total	8.015,8	100,0%	14.331,3	100,0%	6.315,5	100,0%
Pro Memoria:						
Cesión temp. de no residentes	183,0		3.100,0		2.917,0	
Cesión temporal de titulares	3.000,0		3.680,0		680,0	

SALDOS BRUTOS DE DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO

(Estimación de saldos en firme incluyendo simultáneas)

	Dic 92	%	Dic 93	%	Variación	
B.E.	375,4	4,7%	444,7	3,1%	69,3	1,1%
Titulares sin B.E.	4.110,2	51,3%	4.355,1	30,4%	244,9	3,9%
Terceros residentes	1.568,3	19,6%	2.233,9	15,6%	665,6	10,5%
Terceros no residentes	1.961,9	24,5%	7.297,6	50,9%	5.335,7	84,5%
Total	8.015,8	100,0%	14.331,3	100,0%	6.315,5	100,0%

**EL ANTEPROYECTO DE LEY SOBRE SUBROGACION Y
MODIFICACION DE PRESTAMOS HIPOTECARIOS**

José A. Antón

I. INTRODUCCION.

El descenso generalizado de los tipos de interés que se ha venido produciendo en los últimos meses ha provocado una fuerte reacción por parte de los prestatarios que tenían concertados préstamos hipotecarios a tipos superiores a los actualmente vigentes y que se han considerado injustamente tratados si tales tipos no eran objeto de una revisión a la baja.

De otro lado, en su sesión de 8 de noviembre de 1993, el Pleno del Congreso de los Diputados, con motivo del debate de la Moción consecuencia de la interpelación sobre las medidas a adoptar por el Gobierno para asegurar que el descenso de los tipos de interés tenga su adecuado traslado al mercado hipotecario, acordó instar al Gobierno a producir en el más breve plazo posible la normativa adecuada. Anticipándose al Gobierno, el Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de Convergencia i Unió presentó, para su toma en consideración, una Proposición de Ley de Reforma Parcial de la Ley Hipotecaria⁽¹⁾.

Anteriormente, el Ministerio de Justicia había preparado un Anteproyecto de Ley sobre Subrogación y Modificación de Préstamos Hipotecarios que se había distribuido para su informe, entre otras entidades y organismos, al Consejo Económico y Social.

Por su parte, el mercado también ha reaccionado en cuanto que entidades financieras que tradicionalmente habían ignorado las necesidades de financiación de la vivienda familiar han visto una ocasión propicia para entrar en este sector del mercado -quizá a falta de otras oportunidades de negocio más acordes con la que ha sido su normal actividad- ofreciendo a los prestatarios clientes de otras entidades el cambio en sus hipotecas, rebajando los intereses, alargando los plazos o ambas cosas a la vez. Esta actuación afecta directamente a las primeras entidades prestamistas que ven cómo sus mejores clientes, aquellos que ofrecen una mayor seguridad en el cumplimiento de sus obligaciones, son captados por las nuevas entidades prestamistas. Ven, asimismo, alterados sus cálculos de costes ya que, normalmente, la financiación a la vivienda se articula mediante un préstamo al constructor en el que posteriormente se subrogan los adquirentes de las viviendas. Este préstamo ha de contar con una prima de riesgo por el conocimiento, al inicio de la operación, de quien ha de ser, finalmente, el deudor. Adicionalmente, la cancelación anticipada de los créditos provoca dificultades considerables en las previsiones de tesorería y, en el cercano futuro, puede hacer muy difícil las operaciones de titulización de créditos hipotecarios previstas por la Ley 19/1992, de 7 de julio, en la que se habían cifrado

⁽¹⁾ Boletín Oficial de las Cortes Españolas. V Legislatura. Senado. Serie III A. Proposiciones de Ley del Senado. 30 de diciembre de 1993. Núm. 8 (a).

importantes esperanzas de que pudiera contribuir a incrementar sensiblemente los fondos que han de destinarse a la financiación de la vivienda.

Como es sabido, este mecanismo consiste en la transformación en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito. El sistema permite que las entidades de crédito desbloqueen los recursos que están dedicados a los préstamos a largo plazo y puedan incrementar así la oferta de fondos para la financiación de nuevas viviendas. En cuanto que el Fondo de titulización cobra los intereses de los préstamos y con ellos abona a los inversores su utilidad, las cancelaciones anticipadas de los préstamos rompen el flujo de fondos con que se había contado al diseñar los bonos ofrecidos a los partícipes del Fondo y complica de manera importante su gestión.

Como vemos, la cuestión que queda planteada pone en juego un amplio conflicto de intereses.

1. El interés de los particulares en que los costes de sus préstamos hipotecarios no estén por encima de lo que el mercado señala en cada momento.

2. El de las entidades financieras en no ver alteradas sus cuentas de resultados de manera importante por la dificultad que supone ajustar simultáneamente el coste del dinero que obtienen de sus depositantes y que también ha de reducirse.

3. Los efectos sobre la competencia ordenada en cuanto que una abierta lucha en la rebaja de los tipos de interés para captar la clientela de otras entidades puede generar una "guerra de activo" que puede dañar muy seriamente la cuenta de resultados de instituciones que, hasta el momento, han mostrado una sólida posición en el mercado.

4. Efectos desalentadores de la financiación de la vivienda por parte de las entidades que durante años han venido dedicándose con profesionalidad a esta tarea y que pueden ver no sólo dañada su imagen por una competencia que selecciona sus mejores clientes sino que, además, no se ve obligada a incurrir en coste alguno de estudio del proyecto, pues la viabilidad del mismo ya fue suficientemente analizada por la entidad que figuró como primer acreedor.

Este conjunto -complejo- de circunstancias exige una ponderación de los intereses en juego derivados de las profundas diferencias en que la regulación prevista diverge de sus antecedentes. De estos antecedentes es, sin duda, el artículo 1.211 del Código civil, el más evidente.

II. EL ARTICULO 1.211 DEL CODIGO CIVIL.

Establece este precepto:

"El deudor podrá hacer la subrogación sin consentimiento del acreedor, cuando para pagar la deuda haya tomado prestado el dinero por escritura pública, haciendo constar su propósito en ella, y expresando en la carta de pago la procedencia de la cantidad pagada".

Esta norma, como ha puesto de manifiesto la generalidad de la doctrina civil, proviene del Código civil francés. Por su parte, la doctrina francesa⁽²⁾ explica el origen de esta subrogación por voluntad del deudor remontándolo a una declaración de Enrique IV, de mayo de 1.609, relativa a una operación que podría denominarse de conversión de rentas. La tasa de las rentas constituidas, muy frecuentes en la antigua monarquía, consecuencia de la prohibición del préstamo con interés, había sido fijada por un edicto de Carlos IX de 1.572 en 12 dinares (1 por 12), o sea, un 8 y 1/3 por 100. Después de la pacificación y de la vuelta a los negocios que señalaron el fin de las guerras de religión, Enrique IV, en 1600, fijó la tasa de las constituciones de renta en 16 dinares (1 por 16) o sea al 6 y 1/4 por 100. Los renteros deudores tenían, por tanto, el mayor interés en tomar prestado a la nueva tasa el dinero necesario para pagar a los nuevos prestamistas. Pero éstos, que querían conservar el beneficio de sus colocaciones anteriores, se hubieran negado a subrogar a los nuevos capitalistas en las garantías hipotecarias que aseguraban el pago de sus rentas, si el citado edicto de Enrique IV no hubiera autorizado a los prestatarios a forzar la resistencia de sus acreedores y a prescindir de su consentimiento para realizar la subrogación.

Debe observarse que esta subrogación es realizada por el deudor, sin consentimiento del acreedor, disponiendo del derecho de éste y transmitiéndolo a un tercero lo que, evidentemente, supone una situación jurídicamente anómala que, en su momento, se explicó en virtud de consideraciones prácticas: el legislador estimó que el acreedor, en cuanto que se le pague lo que se le debe, no tiene ninguna razón legítima para negarse a una combinación útil a su deudor, útil al capitalista complaciente que el deudor ha podido interesar en sus negocios y útil, por fin, al interés económico general al que sirve siempre favoreciendo la liberación de los deudores. Estos fundamentos del precepto (actual artículo 1.211 del C.c.) son justamente, lo que hoy no resultan tan claros.

Por otro lado, el artículo 1.211 exige que se haga constar en escritura pública el préstamo, haciendo constar que el dinero se toma para pagar la deuda, precisando así, de forma auténtica, el origen, el destino y el empleo del dinero.

Colin y Capitant señalan que estas formalidades sirven para prevenir un posible fraude, que sería el siguiente. Supongamos que el deudor ha gravado sus bienes con varias hipotecas y que ha pagado al primer acreedor inscrito. Más adelante, necesitando dinero, podría intentar hacer renacer esta primera hipoteca, en detrimento del segundo acreedor llegado al primer rango, y en beneficio de un nuevo prestamista, realizando con éste un contrato privado con antedata en el que simularía que el dinero prestado hoy lo ha sido anteriormente y con el fin de pagar al antiguo primer acreedor hipotecario lo que pretenden las formalidades del artículo 1.211 es impedir este fraude y salvaguardar los intereses de los acreedores intermedios entre el primer inscrito y el último llegado.

III. LOS ASPECTOS FISCALES.

Las actividades jurídicas realizadas en el ámbito de los mercados hipotecarios tropiezan, casi con generalidad, con los inconvenientes de la imposición indirecta, y más concretamente, con los

(2) Colin y Capitant.- Curso elemental del Derecho civil. Tomo 3º. Traducción y notas de Demófilo de Baren. Madrid. Reus. 1924. Págs. 188-189.

costes que supone la aplicación del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

En efecto, los préstamos están exentos del ITP y AJD, de acuerdo con el artículo 45 I.B. 15 del Texto Refundido, pero como el apartado 4 del artículo 7 considera no sujetas al concepto de Transmisiones patrimoniales onerosas las operaciones realizadas por empresarios en el ejercicio de su actividad empresarial y, en cualquier caso, cuando constituyan entregas de bienes o prestaciones de servicios sujetas al IVA nos encontramos con que los préstamos concedido por entidades financieras:

1. No están sujetos a transmisiones patrimoniales onerosas.
2. Están sujetos y exentos (artículo 20, 1, nº 18 de la Ley del IVA) de IVA.

3. Al no estar sujetos a "transmisiones patrimoniales", cuando estén garantizados con hipoteca y sean, pues, inscribibles en el Registro de la propiedad, estarán sujetos a "actos jurídicos documentados" (50 pesetas por pliego o 25 por folio, a elección del fedatario, y 0,18 por 100 de la obligación garantizada -artículo 31 en relación con el artículo 10, 2, c). Este gravamen se aplicará tanto cuando se constituya la hipoteca como cuando se cancele o se realice cualquier otro acto inscribible en el Registro.

IV. OTROS COSTES.

En la concesión de préstamos hipotecarios habrá también que incluir, como costes, los honorarios de notarios y registradores, y en su caso, de los tasadores de los bienes ofrecidos en garantía.

V. EL ANTEPROYECTO DE LEY

Sobre la situación descrita, el Anteproyecto de Ley parece tratar de actuar sobre un campo limitado ya que su propósito declarado es hacer posible el ejercicio de la subrogación por el deudor, limitando la cuantía de la cantidad a percibir por la entidad acreedora en concepto de comisión por amortización anticipada del crédito y reduciendo los costes fiscales y de los honorarios notariales y registrales. Las líneas esenciales del anteproyecto son las siguientes.

A. Ambito subjetivo.

El artículo 1º del Anteproyecto limita la aplicación del mismo a las entidades financieras a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 21/1981, del Mercado Hipotecario, es decir: el Banco Hipotecario de España y, cuando así lo permitan sus respectivos estatutos, las Entidades oficiales de crédito; los Bancos privados, incluido el Banco Exterior de España; las Cajas de Ahorros; la Caja Postal de Ahorros; las Entidades de Financiación, reguladas por el Real Decreto 896/1977, de 28 de marzo; las Entidades Cooperativas de Crédito, y las Sociedades de Crédito Hipotecario.

Quedan, pues, excluidas cualesquiera otras entidades y, por supuesto, las personas físicas con lo que se puede presumir que el Anteproyecto trata de actuar exclusivamente en el ámbito de la "industria" de los préstamos hipotecarios, limitándose, además, desde una perspectiva

objetiva a los préstamos concedidas para la promoción o adquisición de viviendas y locales de negocios.

No resulta, en modo alguno, claro que este criterio sea útil. Se introduce una quiebra en la homogeneidad del tratamiento jurídico de instituciones que complica la aplicación del ordenamiento sin que ello traiga consigo ventajas evidentes. Máximo, en cuanto que también existen limitaciones objetivas cuando los préstamos hipotecarios -incluso concedidos por las instituciones implicadas- no afecten a viviendas o a locales de negocios sino a otro tipo de inmuebles: edificios fabriles, obras en explotaciones agrícolas o ganaderas, etc.

B. La subrogación por el deudor.

El anteproyecto acude al sistema previsto por el artículo 1211 del Código Civil, al que nos hemos referido anteriormente, completando la regulación civil con una serie de normas que prevén el supuesto de la falta de colaboración por parte del primer acreedor. Así "para que la subrogación surta efectos, bastará que la entidad subrogada declare en la misma escritura -en la que se documente el segundo préstamo- haber pagado a la acreedora la cantidad acreditada por ésta, por capital pendiente e intereses y comisión devengados y no satisfechos". "Se incorporará a la escritura un resguardo de la operación bancaria realizada con tal finalidad solutoria".

"No obstante, si el pago aún no se hubiera efectuado porque la entidad acreedora no hubiere comunicado la cantidad acreditada o se negase por cualquier causa a admitir su pago, bastará con que la entidad subrogada la calcule, bajo su responsabilidad y asumiendo las consecuencias de su error, que no serán repercutibles al deudor, y, tras manifestarlo, deposite dicha suma en poder del Notario autorizante de la escritura de subrogación, a disposición de la entidad acreedora. A tal fin, el Notario notificará de oficio a la entidad acreedora, mediante la remisión de copia autorizada de la escritura de subrogación, pudiendo aquélla alegar error en la misma forma, dentro de los ocho días siguientes".

"En este caso, y sin perjuicio de que la subrogación surta todos sus efectos, el Juez que fuese competente para entender del procedimiento de ejecución, a petición de la entidad acreedora o de la entidad subrogada, citará a éstas, dentro del término de ocho días, a una comparecencia y, después de oír las, admitirá los documentos que se presenten y acordará, dentro de los tres días, lo que estime procedente. El acto que dicte será apelable en un solo efecto, y el recurso se sustanciará por los trámites de apelación de los incidentes".

Como vemos, el procedimiento diseñado para el supuesto de falta de colaboración de la entidad acreedora es notoriamente complejo y obliga a la entidad subrogada a asumir una responsabilidad especial, si incurre en error al calcular las cantidades debidas.

La Proposición de Ley de Reforma Parcial de la Ley Hipotecaria, presentada en el Senado por Convergencia y Unión⁽³⁾ busca un camino distinto al previsto por el Anteproyecto gubernamental.

⁽³⁾ Boletín Oficial de las Cortes Generales. Senado. Serie III.A. Proposición de Ley del Senado. 30 de diciembre de 1993. Núm. 8 (a).

En esta Proposición de Ley se adicionan simplemente dos normas a la Ley Hipotecaria. La primera de ellas un nuevo párrafo al art. 144) dispondría "Cuando tenga lugar la subrogación de un nuevo acreedor en una obligación garantizada con hipoteca al amparo de lo dispuesto en el artículo 1211 del Código civil, tal subrogación se hará constar en el Registro de la Propiedad por nota marginal y surtirá efecto respecto de terceros desde la fecha de inscripción de la hipoteca".

La segunda (inclusión de un artículo 151 bis) dicta reglas para el caso de que el deudor haga uso del derecho que le concede el artículo 1211 del Código civil. Son las siguientes:

1º El acreedor estará obligado a dar carta de pago.

2º Si se negase, podrá el deudor acudir al Notario, el cual a la vista de la escritura de préstamo garantizado con hipoteca y de los recibos presentados por el deudor, hará la liquidación de la deuda conforme a lo pactado en dicha escritura. Cuando el acreedor fuese un Banco, Caja de Ahorros o Sociedad de Crédito debidamente autorizada y el deudor no tuviese en su poder todos los recibos, requerirá notarial o judicialmente al acreedor, para que certifique de las cantidades satisfechas hasta ese momento como consecuencia de las obligaciones contraídas en la escritura de préstamo hipotecario.

3º El deudor notificará inmediatamente al acreedor, judicial o notarialmente, la liquidación practicada.

4º Si éste no se opone a ella en el plazo de ocho días naturales a contar desde la recepción de la notificación, el deudor consignará, notarial o judicialmente, la cantidad que resulte de la liquidación formulada, y el propio deudor o el nuevo acreedor podrán solicitar la inscripción de la subrogación presentando los siguientes documentos, que serán títulos bastantes para la inscripción:

a) Escritura de préstamo con pacto de subrogación a que se refiere el artículo 1211 del Código civil.

b) Copia o certificación de la liquidación practicada.

c) Documento acreditativo de la notificación al acreedor de la liquidación.

d) Justificación de la consignación.

5º Si el acreedor se opone, sólo podrá alegar error o falsedad, y ello en el plazo de ocho días naturales a contar desde la recepción de la notificación.

a) Si opusiese error, el deudor acudirá al Juez competente, el cual citará inmediatamente al acreedor y al deudor, y, después de oír a ambas partes, admitirá los documentos que se presenten, y acordará, dentro de los tres días siguientes, lo que estime procedente. El auto que se dicte será apelable en un solo efecto, y el recurso se sustanciará por los trámites de apelación de los incidentes. Al tiempo de formular su reclamación, podrá el acreedor solicitar que se asegure la efectividad de la resolución judicial, con retención judicial de la cantidad discutida, representada por la diferencia entre la liquidación formulada por el Notario y la formulada por el acreedor, igualmente a través de fedatario público.

b) Cuando se alegase falsedad, y se inicie causa criminal, quedará interrumpido el procedimiento hasta que en dicha causa recaiga sentencia firme o acto de sobreseimiento libre o provisional.

Todas las demás reclamaciones que pueda formular el acreedor se sustanciarán en el juicio declarativo que corresponda sin producir, en ningún caso, el efecto de suspender ni entorpecer el procedimiento que establece este artículo.

6º Las costas del procedimiento se imputarán a la parte cuya liquidación hubiese sido declarada inexacta.

7º Será Juez competente para conocer del procedimiento el establecido en la regla del artículo 131 de la Ley Hipotecaria".

C. Comisión por amortización anticipada.

El anteproyecto gubernamental limita la cantidad que puede percibir la entidad acreedora por amortización anticipada:

"La cantidad a percibir por la entidad acreedora en concepto de comisión por la amortización anticipada de su crédito, no podrá exceder de la cantidad que percibió en su día en concepto de comisión de apertura por la concesión del mismo préstamo, salvo que por la entidad acreedora se acredite la existencia de un daño económico que no implique la sola pérdida de ganancias, producido de forma directa como consecuencia de la amortización anticipada. La alegación del daño por la acreedora no impedirá la realización de la subrogación si concurren las circunstancias establecidas en la presente ley, y sólo dará lugar a que se indemnice, en su momento, la cantidad que corresponda por el daño producido".

Por su parte, la Proposición de Ley de Convergencia y Unión respeta los derechos del primitivo acreedor hipotecario por cuanto establece que la liquidación consecuencia de la subrogación se llevará a efecto con pleno respeto a lo pactado, inclusive en lo referente a comisiones o penalizaciones por vencimiento anticipado convenidas.

Realmente, en este punto, parece más acorde con nuestro ordenamiento financiero la postura mantenida por la Proposición de Ley que la aceptada por el Anteproyecto gubernamental. En puridad, tal y como el Anteproyecto aparece concebido, es una intromisión administrativa en la fijación de precios por una vía indirecta, que no parece justificada. La protección de los consumidores en este ámbito debe ir por la vía de conseguir la mayor transparencia y conocimiento previo de los costes en que incurre quien concierta el préstamo y, en este sentido, el Borrador de Orden sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios (versión de 23 de diciembre de 1993) debería recoger este supuesto, pero no debería producirse intervención administrativa en punto a la cuantía de comisiones. El mercado es el responsable de asumir esa función.

D. Régimen fiscal previsto.

Los artículos 7 y 9 del Anteproyecto prevén la exención en la modalidad gradual del Impuesto de Actos Jurídicos Documentados tanto de la escritura que documente la operación de subrogación como de las escrituras de novación pactadas entre acreedor y deudor.

Dejando al margen la referencia a "modalidad gradual" que carece de respaldo normativo, la exención debería también afectar -aunque por su cuantía no sea significativo el impuesto -al impuesto fijo en función del número de folios o pliegos.

Por su parte, la Proposición de Ley considera, sin fundamentarlo, que la aplicación del procedimiento que propone y que se ha recogido antes, supone para el deudor un ahorro del cincuenta por ciento de los costes fiscales, notariales y registrales.

E. Honorarios notariales y registrales.

Para el supuesto de subrogación, el artículo 9 prevé que para el cálculo de los honorarios notariales y registrales se tomará como base la cifra del capital pendiente en el momento de la subrogación y se entenderá que el documento autorizado contiene un solo concepto.

Para la novación modificativa pactada entre acreedor y deudor, se tomará como base la que resulte de aplicar al importe de la responsabilidad hipotecaria vigente el diferencial entre el interés del préstamo que se modifica y el interés nuevo.

VI. CONCLUSIONES.

La primera conclusión que puede sentarse es que el Anteproyecto gubernamental (y la Proposición de Ley) pecan de apresuramiento. La presión de los consumidores sobre el Gobierno le ha incitado a adoptar medidas para que el descenso de los tipos de interés repercuta rápidamente en las economías familiares sin atender a que la expansión de los efectos de este tipo de medidas requiere siempre un proceso de adaptación que dura un cierto tiempo.

Ha de tenerse en cuenta que las entidades financieras han de adecuar el descenso en los tipos de interés que aplican en sus operaciones activas con la minoración del coste de sus operaciones de pasivo. No puede, por tanto, exigirse una reacción inmediata a las variaciones en los tipos de interés.

En segundo lugar, es evidente que determinadas entidades han desencadenado una campaña muy agresiva de captación de clientes de activo que no va a favorecer en absoluto al mercado, pues puede desalentar a las entidades que tradicionalmente han venido atendiendo estas operaciones. En este sentido la limitación de las comisiones por amortización anticipada puede provocar graves trastornos en el ajuste de los costes.

El Anteproyecto peca también de inmadurez por cuanto que el procedimiento de desarrollo de la subrogación puede generar nuevos costes como consecuencia de la intervención de la judicatura, sin que pueda olvidarse que todo litigio provoca hoy en nuestro país actuaciones que se extienden en el tiempo de forma absolutamente insoportable para entidades que actúan en el mercado. Habrán de buscarse soluciones arbitrales mucho más ágiles que los procedimientos judiciales.

BANESTO: LA ECLOSION DE UNA CRISIS LARVADA

Juan Antonio Maroto Acín

Pocos de los lectores habituales de "Cuadernos" desconocerán, a la aparición de estas páginas y transcurrido más de un mes de los hechos, la intervención del Banco Español de Crédito, S.A. (Banesto) por el Banco de España, con la sustitución provisional de sus órganos de dirección y administración, y la suspensión de la cotización de sus acciones en Bolsa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores; medidas ambas verificadas el 28 de diciembre pasado, al concurrir en la entidad circunstancias calificadas por la Autoridad Monetaria de extraordinaria y excepcional gravedad, derivadas de desajustes patrimoniales que superaban a esa fecha la cifra agregada de su capital y reservas.

A ese respecto, la cualificación y actividad profesional de muchos de nuestros lectores haría innecesaria cualquier aclaración adicional respecto de la información de esos acontecimientos y de su evolución posterior, que ha trascendido de manera profusa a los medios de comunicación. No obstante lo cual, las repercusiones que tienen la crisis de Banesto respecto del sistema financiero español en su conjunto nos exige algún comentario, siquiera sea de síntesis y precisión, y desde nuestra postura de observadores externos, que difícilmente podrá avanzar más en los antecedentes y las causas explicativas de dicha crisis que lo que lo haya hecho hasta el momento la prolija información proporcionada por los medios de comunicación, tanto generales como especializados.

El interés despertado por la crisis de Banesto se explica por toda una serie de connotaciones e implicaciones sociales de primera magnitud, que provienen tanto de la posición en el "Ranking" bancario de la entidad afectada, el cuarto gran banco español, como de sus más de 16.000 trabajadores, sus numerosísimos pequeños accionistas, o la amplitud e implantación de su red de sucursales, que lo han convertido para su clientela durante muchos años y en muchas localidades españolas en "el banco" por antonomasia.

Pero también tiene unas repercusiones teóricas de sumo interés, en las que habrá de irse profundizando con mayor perspectiva temporal, y que se refieren ya a las posibilidades informativas de los estados públicos suministrados por las entidades bancarias para evaluar su posición económico-financiera, ya a las limitaciones del propio sistema de información contable para anticipar la evolución futura de la actividad y los resultados de cada entidad, o ya a la imposibilidad de desarrollar determinadas estrategias innovadoras y agresivas de negocio cuando la estructura organizativa está desfasada respecto de los objetivos finales y no proporciona un sistema de información y control adecuado para verificar su grado de cumplimiento.

El desenlace actual del caso Banesto supone, por otra parte, la contrastación negativa de un modelo de relación banca-empresas por el que esta entidad apostó fuertemente desde el 22 de junio de 1990, con la creación de La Corporación Industrial y Financiera, como resultado de aglutinar en una dirección y estrategia únicas las participaciones accionariales que hasta ese momento se encontraban dispersas entre las diferentes sociedades de cartera de Banesto. Este

modelo, por otra parte, se ajustaba a una acrisolada tradición en la entidad, ya que hunde sus raíces en el mismo origen de Banesto, que surge en 1902 y que asume ya entonces la cartera de inversión industrial de la sociedad de capital francés Crédito Mobiliario Español, fundada a su vez en 1856.

En una situación caracterizada por la amplitud temporal y la profundidad de la fase recesiva del ciclo económico mundial y el deterioro continuado de la situación económico-financiera y los resultados de las empresas españolas desde 1989, el seguimiento de ese modelo ha pesado como una losa sobre los objetivos que Banesto había pretendido cubrir con la creación de la Corporación Industrial; sin que pueda minusvalorarse en la crisis presente la penalización que dicha relación con la actividad real ha supuesto en el cómputo de los fondos propios de la entidad bancaria, tanto por la propia participación en las empresas del grupo como por la concesión de créditos a las mismas.

Es bien cierto que una crisis como la de Banesto nunca se produce en un momento temporal concreto, permanece larvada durante mucho tiempo y sólo eclosiona cuando algún factor externo, la intervención de la Autoridad Monetaria en este caso, pone en evidencia las incoherencias del modelo de gestión seguido y la cuantía del desfase patrimonial producido, a la luz de la información confidencial que, profusa y pormenorizadamente proporcionan las entidades bancarias a los organismos de control y supervisión. Para confirmarlo, basta echar una ojeada a las hemerotecas, al objeto de verificar que esa crisis larvada era de dominio público desde hace al menos dos años, si hemos de hacer caso a las noticias referidas a Banesto que han aparecido desde entonces en los medios de difusión escritos, para poner de manifiesto factores tales como su errática política de dividendos, su heterogénea presentación de resultados anuales, el incremento de la morosidad en su cartera de inversión crediticia, o la superación de los niveles de concentración de riesgos en su grupo industrial.

Pero ese tratamiento periodístico de la evolución y el desenlace de la crisis de Banesto encierra también el riesgo de malinterpretar los conceptos y las calificaciones técnicas, de tal forma que las actuales disparidades entre la entidad y la Autoridad Monetaria en cuanto a las necesidades de provisión de fondos acordadas en un previo plan de saneamiento a medio plazo, se convierten fácilmente en un "agujero" por el que parecen haber escapado ingentes cantidades de dinero, cuyo dudoso, individualizado y lucrativo destino creen intuir muchos lectores no familiarizados con la jerga financiera.

Ningún experto en administración financiera desconoce que en la Economía y las Finanzas hay pocos conceptos y valoraciones que sean blancos o negros, y que el gris predominante en el sistema de información contable de las empresas y entidades financieras se difumina aún más con los criterios de subjetividad, dependencia del plazo temporal y relatividad que inspiran el cálculo de los resultados anuales de todas ellas; lo que condiciona las conclusiones que puedan extraerse de la información contable pública, tanto para las entidades generadoras de la información, como para los analistas, las autoridades supervisoras, los inspectores y los auditores.

De hecho, tomando como única y exclusiva fuente de información los estados públicos que las entidades están obligadas a proporcionar, se produce en la práctica la imposibilidad de profundizar en los motivos de la crisis, la intervención y el plan de saneamiento de Banesto; máxime teniendo en cuenta que la aplicación de los principios contables de la Circular del Banco de España (CBE) 4/1991 ha trastocado la continuidad de las series históricas de las principales

magnitudes y cambiado los criterios de agregación de determinadas partidas en los estados públicos, disminuyendo su poder explicativo para los analistas externos.

Sin embargo, y a la luz de la información confidencial disponible por el Banco de España y a los resultados de las cinco inspecciones realizadas por él en el grupo Banesto desde marzo de 1992, los motivos de la intervención parecen ser sumamente claros e ilustrativos: tanto de ese desajuste que antes se comentaba entre las estrategias seguidas por la entidad y su estructura organizativa y sistema de control interno vigentes, como de los efectos perniciosos para la estabilidad y solvencia de la institución de determinadas prácticas de "ingeniería financiera" y de "artificios contables". Inserto todo ello en una situación especialmente restrictiva del entorno económico y financiero nacional e internacional.

La gravedad de la situación detectada por las inspecciones del Banco de España era tal que, debido en su mayor parte a falta de provisiones para la cobertura de morosos, falta de dotaciones en el fondo de pensiones y a ajustes contables a la baja por sobrevaloración de participaciones, se producían unas necesidades totales brutas de saneamientos estimadas por el Acuerdo de intervención del Consejo Ejecutivo del Banco de España, y ratificadas por el Gobernador en su comparecencia informativa ante el Congreso, en unos 500.000 millones de pesetas; necesidades que han de cubrirse a fin de garantizar la funcionalidad futura de Banesto, y con ella la del sistema financiero español en su conjunto.

En el origen de los problemas actuales de Banesto está la estrategia de conquista de cuota de mercado en inversión crediticia seguida por la entidad entre 1988 y 1991; tanto por contravenir la postura generalizada de prudencia de otras entidades financieras, que restringían la concesión de créditos en esos momentos, al manifestarse los primeros síntomas de la recesión económica, como por no asegurar un diseño organizativo que garantizase un análisis estricto de los riesgos asociados a las concesiones y un seguimiento continuado de la solvencia de los prestatarios. Esta ausencia de un sistema adecuado de control interno de riesgos motivó, a su vez, la dilación posterior en detectar la mayor morosidad sobrevenida al acentuarse la crisis económica y la producción del desfase temporal respecto de otras entidades para dotar las oportunas provisiones para su cobertura.

La estrategia agresiva seguida por Banesto apostaba también por el liderazgo en todo tipo de productos, de activo y pasivo, lo que llevó a la entidad a participar en la denominada "guerra de las supercuentas", que "contaminó" todos sus restantes productos de pasivo y encareció fuertemente el coste de sus acreedores en pesetas. Adicionalmente, la cobertura de la expansión de la cartera crediticia exigió un recurso continuado a la financiación interbancaria, que acentuó el coste de la financiación y desembocó en una crisis de liquidez en 1992, en la que ya hubo de recibir el apoyo del Banco de España.

Como consecuencia de la estrategia de expansión elegida y del modelo de relación con el grupo industrial, las necesidades de fondos propios se hicieron acuciantes para Banesto, que debió recurrir a operaciones de intercambio de paquetes accionariales o de búsqueda de financiación para la colocación de los mismos, al objeto de reducir las acciones propias mantenidas en cartera; operaciones que resultaron de baja rentabilidad o aparejaron pérdidas. Del mismo modo que hubo de utilizar la vía de la emisión de deuda subordinada, a costes comparativamente elevados. Todo lo cual cerraba, poco a poco, el círculo vicioso de su baja generación de recursos y sus consiguientes mayores necesidades de recapitalización.

La situación de La Corporación Industrial, entretanto, contribuía a acentuar lo negativo del proceso, ya que la caída generalizada de las cotizaciones en los mercados bursátiles subsiguiente a la Guerra del Golfo condenaba al fracaso, en 1990, el objetivo inicial de la colocación de sus acciones en los mercados internacionales; en tanto que la necesidad de generar plusvalías y de reducir la concentración de riesgos obligaba a la venta segregada de sus mejores empresas, entre 1991 y 1993, en el peor momento posible para asegurar una adecuada valoración de las mismas por los inversores.

En síntesis, un desenlace inevitable de una crisis larvada muchos años antes, por una concatenación de prácticas bancarias heterodoxas, innovadoras y agresivas y de hechos externos desfavorables, como resultado de los cuales Banesto se encontraba con un activo compuesto por un elevado porcentaje de componentes improductivos o de baja rentabilidad, una cartera crediticia con una elevada proporción de créditos dudosos o en mora, y una cartera de participaciones igualmente poco rentable. Junto a ello, las limitaciones de una cuenta de resultados en la que la estructura de la plantilla, la composición de la red de sucursales, la amortización de las cuantiosas inversiones realizadas en informática, y los elevados gastos en publicidad derivados de sus campañas de imagen y consolidación de su nueva entidad corporativa, penalizaban sus costes de explotación y la generación de recursos.

Todo lo cual hacía inevitable la intervención del Banco de España, para asegurar el saneamiento en un plazo mediano de la situación patrimonial de Banesto y para que, una vez recapitalizado y reorientadas sus estrategias y su gestión, pudiera recuperar su potencial de generación de recursos y coadyuvar al cumplimiento de las funciones de nuestro sistema financiero.

Acerca del desenlace producido, no obstante, resulta difícil discernir desde otra información que no sea la manejada por la Autoridad Monetaria o Banesto la necesidad e idoneidad del momento elegido para la intervención, dadas las limitaciones ya citadas de la información contable pública, en general, y de los principios y normas contables generalmente aceptados y de aplicación uniforme para entidades de crédito en España, en particular, que excepcionalmente permiten al Banco de España "tratamientos específicos", referidos a la cuantía y periodificación temporal de los planes de recapitalización y saneamiento, que se habían puesto en marcha en Banesto a instancias de la Autoridad Monetaria durante los últimos ejercicios de su actividad.

Lo que sí puede hacerse es un somero seguimiento, como observadores externos, de la situación patrimonial y los resultados de Banesto a lo largo de los últimos años, tomando como punto de referencia fundamental el agregado de grandes bancos privados (BBV, BCH, Banco de Santander y Banco Popular) entre los que se integra la entidad, para detectar que las grandes líneas diferenciales respecto de los mismos de su estrategia y su gestión quedan reflejadas nítidamente en sus estados anuales públicos, y justifican los argumentos fundamentales de la intervención.

La información pública que se ha tomado en consideración para ese análisis comparativo es la que ofrece periódicamente el Consejo Superior Bancario, sobre todos y cada uno de los Bancos que operan en España; así como, en los casos en los que se han tomado en consideración datos de Cajas, la información procedente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Todo ello ha servido de base para elaborar los cuadros y gráficos que se anexan al final de estos comentarios.

A la vista, en primer lugar, del balance de Banesto, en el que consta 1991 como último año de la serie temporal, debido a la ruptura introducida en la misma respecto de los dos años más recientes por la aplicación de la CBE 4/1991, y en el que se han representado, para cada año, cifras absolutas; y cifras en porcentaje respecto del balance total y en variación porcentual interanual; puede colegirse su expansión de la inversión crediticia neta desde 1988, a un ritmo interanual cercano al 30% en los dos primeros años y superior al 15% en 1990 y 1991. Estas cifras sobrepasan ostensiblemente a las del grupo de grandes bancos, que incrementaron igual partida de su balance agregado en unos porcentajes interanuales aproximados del 17% en 1988, del 14% en 1989, del 8% en 1990 y del 11% en 1991. La conclusión a este respecto es clara: la inversión crediticia de Banesto creció a unas tasas interanuales muy superiores a las de los restantes grandes bancos en el período considerado, y que superaban también claramente sus posibilidades de financiarlas, habida cuenta de sus mismas cifras de incremento interanual de acreedores, 12, 8, 14 y 9% entre los años 88 y 91.

Otro tanto cabe decir de las cuantiosas inversiones en informática de Banesto, materializadas en el epígrafe de mobiliario e instalaciones, que creció en tasas interanuales del 21, 52, 24 y 102%, entre los años 1988 y 1991, hasta alcanzar en ese último año el 1,42% del activo total. En contraste, el grupo de referencia de grandes bancos incrementaba ese mismo epígrafe en tasas del 7, 5, 13 y 17%, alcanzando en 1991 tan sólo un 0,84% del activo total.

En cuanto a la incidencia del grupo industrial en Banesto, puede observarse el peso de la cartera de valores, que en 1991 sobrepasaba el 15% del balance total, y que alcanzaba el 7% del mismo en el epígrafe de acciones y participaciones. Iguales conceptos en el agregado de grandes bancos ofrecían en ese mismo año cifras de tan sólo el 11 y el 4%.

El capital y las reservas, por su parte, crecían en Banesto a tasas elevadas en el año 88, 37 y 114%, respectivamente, para estancarse (en el caso del capital) o tener una evolución negativa (como en el caso de las reservas en 1989) o moderadamente positiva (con un máximo en el crecimiento de las reservas en 1990, 17%) durante los años siguientes; lo que exigía la apelación a la financiación subordinada, con incrementos interanuales en la misma de aproximadamente un 60% en los años 89 y 90.

Los efectos de las pautas diferenciales de Banesto en sus políticas de activo y pasivo se traslucen en su cuenta de resultados analítica, calculada sobre activos totales medios (ATM). El incremento que se produce en sus productos financieros entre 1988 y 1991 se transforma en disminución en 1992, lo que se une a un incremento más que proporcional en sus costes financieros en igual período y se manifiesta en un margen de intermediación en continuo estrechamiento. Bien es verdad que esta pauta de comportamiento es homogénea con la detectada en el agregado de grandes bancos, pero Banesto ofrece en general un menor margen financiero que el de aquéllos, como resultado principalmente del mayor coste de su pasivo.

El cobro de comisiones y precios por los servicios no financieros también es inferior en Banesto respecto de los demás grandes bancos, con lo que la diferencia del escalón anterior se traslada al margen ordinario, en disminución continuada desde 1988.

En relación con los gastos de explotación, todas las entidades financieras siguen una política de reducción para adecuar su nivel al estrechamiento del margen financiero que se deriva de la mayor competencia del sistema, pero en el caso de Banesto, cuyas cifras permanecían por debajo de las del agregado de grandes bancos hasta 1991, se elevan por encima de las de éste en 1992, como resultado probable de las mayores amortizaciones de los equipos tecnológicos instalados

y pese a la reducción de su personal verificada en ese mismo año. En consecuencia, las diferencias entre el margen de explotación de Banesto y de los demás grandes bancos se acentúan a lo largo de los últimos años.

En los restantes epígrafes hasta el resultado contable, las diferencias se amplían, sobre todo en los años más recientes: Banesto obtiene peores resultados en sus operaciones con valores, como resultado probable de las desinversiones en las empresas del grupo a las que se ve obligado en momentos de caída de las cotizaciones en el mercado bursátil, y destina menores recursos que los restantes grandes bancos al saneamiento de créditos, llevado más por una política de sanear lo que le permite el resultado contable a ofrecer al mercado que lo que le exige la situación de su cartera crediticia, que acumula así progresivamente un déficit de cobertura de riesgos.

La caída del resultado contable de Banesto es ostensible, por último, desde el año 1987, en que ofrecía unas cifras similares a las de los restantes grandes bancos, hasta 1992, año en el que su nivel sobre ATM es prácticamente la tercera parte que el del grupo de referencia. Lo mismo que sucede con los recursos generados, pese a sus mayores necesidades de amortización y saneamiento, y que son algo más de la mitad que los generados por los demás grandes bancos.

Tomando en consideración los datos trimestrales disponibles de 1993, todos los comentarios anteriores se pueden repetir, pero resaltando el rápido deterioro que se produce en el resultado contable de Banesto en los meses más recientes, ante la urgente necesidad de incrementar sus dotaciones por saneamiento de créditos y fondo de pensiones, dada la insuficiente cobertura previa de los mismos.

La síntesis gráfica del estudio de márgenes pone de manifiesto, no obstante, una tendencia a la aproximación del margen financiero de todos los grandes bancos, como consecuencia del grado de competencia alcanzado por el sector y de las condiciones especialmente restrictivas de la actividad de intermediación financiera verificadas en 1992, que tiende a rebajar las mayores cifras obtenidas por los demás bancos en años anteriores frente a las de Banesto. Lo mismo sucede con el margen ordinario, al generalizarse las políticas de cobro de comisiones y servicios no financieros, aunque ya el desfase de Banesto con el agregado se hace mayor; y con el margen de explotación, en el que es de destacar el esfuerzo de Banesto desde 1990 por incrementar este escalón del resultado, mediante la contención de sus gastos de explotación. Finalmente, hay que resaltar de nuevo la caída de Banesto en lo que a resultado neto contable se refiere desde 1990.

El cálculo de las "ratios" de eficiencia introduce, sin embargo, una severa corrección a las tendencias que parecían equiparar progresivamente la posición de Banesto a la de los restantes bancos. La proporción del margen ordinario que se encuentra comprometida por un componente del coste tan resistente a la baja como los gastos de explotación es en Banesto todavía superior al 65% y pese al esfuerzo ya comentado para controlarlos, en tanto que en el agregado es del 56%; y ello introduce un factor de riesgo operativo potencial elevado, al suponer una mayor variabilidad del margen de explotación ante previsibles mayores estrechamientos del margen financiero, habida cuenta sobre todo del nivel elevado de los costes financieros de Banesto. El salto de 1992 en la tendencia del indicador de otros productos ordinarios sobre el margen ordinario evidencia, a su vez, tanto la política ya generalizada en el sector bancario de generar este tipo de ingresos no financieros, como la diferencia que aún separa a Banesto de sus competidores en su implantación efectiva.

Las "ratios" integradas de rentabilidad, que explican la de los recursos propios ($ROE = RC/RPM$) como producto de la rentabilidad del activo total ($ROA = RC/ATM$) y del

coeficiente de endeudamiento (ATM/RPM), se han calculado dando entrada a otros grupos de referencia además del de los grandes bancos, al objeto de situar en una perspectiva amplia la posición competitiva de Banesto. Y las conclusiones que puede observar el lector en los correspondientes gráficos no pueden ser más desalentadoras para esta entidad: Banesto demuestra la menor eficiencia económica de todos los posibles agregados de entidades financieras en la administración de sus activos; el mayor efecto apalancamiento financiero y por ende el mayor riesgo de este carácter, derivado de su mayor endeudamiento (que supera al de las Cajas de Ahorros que, como es obvio recordar, no disponen de la posibilidad de incrementar su capital social) y debido sobre todo al pernicioso efecto del cada vez menor peso de sus recursos propios; y la menor rentabilidad de estos recursos propios, con lo que ello supone de peor posición frente al mercado de inversores, actuales o potenciales.

Digamos por último y con base en esa somera visión del estado actual de Banesto, que son obvias las necesidades del plan de saneamiento que seguirá a la intervención; aunque no sea menos obvio que las características de la crisis de esta entidad hacen que las soluciones implantadas en ocasiones similares, como en los casos de Banca Catalana o Banco Hispanoamericano, por ejemplo, no sean de aplicación mimética. La dimensión de su balance, que le otorga el cuarto lugar entre los grandes bancos españoles, las participaciones cruzadas entre las empresas de su grupo industrial y financiero, que hacen que cualquier estimación de su situación patrimonial consolidada sea provisional, y el tamaño del desfase patrimonial detectado, que al menos multiplica por diez el mayor de los producidos en los dos casos anteriormente citados de entidades bancarias, exigen un esfuerzo solidario de todo el sistema bancario.

A ese respecto, cualquier solución que se adopte en definitiva para el caso Banesto debe hacer frente a un dilema: evitar perjuicios excesivos a los grupos sociales más afectados, trabajadores, clientes y pequeños accionistas (pseudo-obligacionistas, en la práctica, por los objetivos de su inversión y el seguimiento práctico que pueden hacer de la administración de la entidad de la que son "propietarios") vs. salvaguardar los parámetros de funcionamiento eficiente del sistema financiero, basados en la inexorable y directa relación entre la rentabilidad esperada y el riesgo de la misma.

La eficiencia del sistema financiero reclama que la asunción de responsabilidades por los resultados de la gestión esté en relación directa con la participación, efectiva o presunta, en la misma; pero sin desconocer que la complejidad y el desarrollo del sistema financiero español en la actualidad, hacen inviables las formas teóricas de participación que están implícitas en los activos financieros. Un pequeño accionista, un depositante o un cliente de activo de una entidad financiera, e incluso en muchos casos un trabajador de la misma, difícilmente pueden calibrar los riesgos asociados a su específica forma de relación con la entidad; y son las autoridades monetarias y bursátiles, y los mecanismos de supervisión y control implantados por ellas los que, de no actuar por excepción, validan de cara al mercado las actuaciones de las entidades sometidas a tutela.

Desde la perspectiva actual, y de cara a la mejor protección de los derechos de esos grupos sociales, se encuentran en fase avanzada sendos proyectos: de sindicación de las acciones en poder de los trabajadores de Banesto, para asegurar la unidad de actuación de los mismos en defensa de sus intereses, y de unidad de estrategias por parte de las diversas asociaciones constituidas para defender los derechos de los pequeños accionistas.

En cuanto al diseño del plan de salvamento de Banesto que ha trascendido hasta el momento a la opinión pública, se contemplan en él tanto la reconstitución de los fondos propios de la

entidad como el saneamiento de su situación patrimonial presente. La primera mediante la realización de una ampliación de capital por importe de 200.000 millones de ptas., a suscribir en una primera fase por el Fondo de Garantía de Depósitos de los Bancos, que actuaría como entidad instrumental de la cartera resultante, que se recolocaría, en una segunda fase y una vez se encauzase la situación del banco intervenido, entre inversores pendientes de determinar. En cuanto al saneamiento, el plan prevé las vías de cobertura del déficit patrimonial aflorado, que se ha elevado hasta unos 600.000 millones de ptas. según los datos de la última auditoría realizada, mediante la asignación de reservas constituidas, 240.000 millones; la reducción del nominal de las acciones, entre 35.000 y 55.000 millones; y el traspaso o cobertura de activos incobrables, morosos o de difícil realización en el mercado: al Banco de España unos 150.000 millones, y al sector bancario otros 150.000 millones de ptas.

El conocimiento de este plan, sin embargo, ha hecho que se generalicen las reticencias entre las restantes entidades bancarias, debido sobre todo a esa ampliación de capital propuesta por importe de 200.000 millones de ptas., que podría colocar a Banesto en una posición de capitalización superior a la de sus competidores gracias, precisamente, al concurso de éstos.

En cuanto a las Cajas de Ahorros, y si bien con la cautela debida al desconocimiento preciso del esfuerzo que pueda demandarse todavía de ellas para poner en marcha el plan de salvamento, su postura es reacia a traspasar el umbral que ha delimitado nítidamente hasta el momento su Fondo de Garantía de Depósitos respecto del de los Bancos, así como a añadir su concurso, que nunca se ha producido en ocasiones previas similares, a los procesos de salvamento de aquellas entidades. Lo cual no obsta para que las Cajas ya estén participando en la línea urgente de liquidez instrumentada por el Banco de España para Banesto en el mercado interbancario a raíz de la intervención, por importe de 90.000 millones de ptas.

Una vez se precisen todos los extremos del mencionado plan de salvamento se prevé, asimismo, el levantamiento por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la suspensión de cotización que ahora pesa sobre las acciones de Banesto, con lo que el mercado podrá determinar la valoración de la bondad del plan y de las expectativas futuras que éste, con el esfuerzo solidario que presupone de todo el sistema bancario, otorgue a la entidad.

BALANCE DE BANESTO

	1986		1987		1988		1989		1990		1991	
	MM	%	MM	%	MM	%	MM	%	MM	%	MM	%
TOTAL ACTIVO	2.464.954	100,00	2.517.429	100,00	3.106.784	100,00	3.619.142	100,00	4.294.479	100,00	4.981.910	100,00
1. CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	244.485	9,92	325.351	12,92	364.318	11,73	356.918	9,86	71.574	1,67	87.127	1,75
2. ACTIVOS MONETARIOS	381.528	15,48	434.255	17,25	486.517	15,66	408.816	11,30	583.285	13,58	413.541	8,30
3. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	343.080	13,92	268.925	10,68	331.350	10,67	571.697	15,80	945.022	22,01	1.145.825	23,00
3.1. En pesetas	195.102	7,92	178.986	7,11	179.293	5,77	280.724	7,76	485.693	11,31	655.704	13,16
3.2. En moneda extranjera	147.978	6,00	89.939	3,57	152.057	4,89	290.973	8,04	459.329	10,70	490.121	9,84
4. INVERSIONES CREDITICIAS (neto)	1.032.623	41,89	1.033.344	41,05	1.353.890	43,58	1.708.219	47,20	1.974.328	45,97	2.281.323	45,79
4.1. Crédito al Sector Público	13.154	0,53	18.038	0,72	26.784	0,86	48.449	1,02	86.340	2,01	134.000	2,69
4.2. Crédito al Sector Privado	1.100.734	44,66	1.104.462	43,87	1.355.094	43,62	22.669	0,63	1.819.899	42,38	2.088.375	41,92
4.2.1. Crédito comercial	272.371	11,05	286.658	11,39	308.383	9,93	7.58	0,02	354.480	8,25	328.614	6,60
4.2.2. Crédito con gta. real	75.101	3,05	72.745	2,89	140.878	4,53	93.66	2,61	278.385	6,48	351.353	7,05
4.2.3. Otros créditos	753.262	30,56	745.059	29,60	905.833	29,16	21.58	0,61	1.187.034	27,64	1.408.408	28,27
4.3. Crédito al Sector No Residente	20.412	0,83	22.887	0,91	36.110	1,16	57.78	1,61	129.816	3,02	167.483	3,36
4.4. Menos: Fondos de prov. de insolv.	101.677	4,12	112.043	4,45	64.098	2,06	(42,79)	(0,12)	61.727	1,44	71.433	1,43
Crédito en pesetas	1.109.691	45,02	1.107.514	43,99	1.314.333	42,31	18.67	0,53	1.826.227	42,52	2.036.648	40,88
Crédito en moneda extranjera	24.609	1,00	37.873	1,50	103.655	3,34	173.69	4,88	209.828	4,89	316.108	6,35
Crédito de mediación	145	0,01	79	0,00	39	0,00	(50,63)	(0,14)	16	0,00	5	0,00
5. CARTERA DE VALORES	381.322	15,47	365.754	14,53	390.803	12,58	6.85	0,19	430.263	10,01	769.920	15,45
5.1. Fondos públicos	240.861	9,77	230.230	9,15	90.942	2,93	(60,50)	(1,72)	78.908	2,18	212.463	4,26
5.1. Otros valores de renta fija	29.153	1,18	28.596	1,14	88.414	2,85	209,18	5,94	142.931	3,35	201.054	4,04
5.3. Acciones o participaciones	111.308	4,52	106.928	4,25	211.447	6,81	97,75	0,28	263.895	6,14	356.403	7,15
ACCIONISTAS Y ACCIONES EN CARTERA	0	0,00	0	0,00	0	0,00	-	0,00	0	0,00	0	0,00
7. INMOVILIZADO	44.994	1,83	52.456	2,08	123.786	3,98	135,98	0,38	79.721	1,86	118.934	2,39
7.1. Mobiliario e instalaciones	13.884	0,56	15.379	0,61	18.627	0,60	21,12	0,06	28.271	0,78	70.744	1,42
7.2. Inmuebles	31.110	1,26	37.077	1,47	105.159	3,38	183,62	0,58	44.658	1,04	48.190	0,97
8. CUENTAS DIVERSAS	36.922	1,50	37.344	1,48	56.120	1,81	50,28	0,14	109.487	2,55	165.240	3,32
8.1. Pérdidas de ejerc. anteriores	0	0,00	0	0,00	0	0,00	-	0,00	0	0,00	0	0,00
8.2. Pérdidas del ejerc. (sólo Dobre)	0	0,00	0	0,00	0	0,00	-	0,00	0	0,00	0	0,00
8.3. Cuentas de periodificación	22.887	0,93	26.171	1,04	36.333	1,17	38,83	0,11	85.584	1,99	133.618	2,68
8.4. Otras cuentas	14.035	0,57	11.173	0,44	19.787	0,64	77,10	0,22	23.903	0,56	31.622	0,63
TOTAL PASIVO	2.464.954	100,00	2.517.429	100,00	3.106.784	100,00	3.619.142	100,00	4.294.479	100,00	4.981.910	100,00

	1986			1987			1988			1989			1990			1991		
	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ
1. CAPITAL O FONDO DE DOTACION	32.587	1,32	10,75	36,091	1,43	36,79	49,368	1,59	36,79	49,368	1,36	0,00	49,368	1,15	0,00	49,368	0,99	0,00
2. RESERVAS	109.640	4,45	(8,21)	100.643	4,00	113,86	148.868	6,93	113,86	148.868	4,11	(30,83)	173.986	4,05	16,87	189.851	3,81	9,12
2.1. Prima de emisión de acciones	187	0,01	0,00	187	0,01	13,566,84	25.557	0,82	13,566,84	25.557	0,71	0,00	25.557	0,60	0,00	25.557	0,51	0,00
2.2. Regularización y actualización ..	36.117	1,47	(5,06)	34.288	1,36	(36,01)	21.942	0,71	(36,01)	21.942	0,61	0,00	21.895	0,51	(0,21)	21.876	0,44	(0,09)
2.3. Otras	73.336	2,98	(9,77)	66.168	2,63	153,50	101.369	5,40	153,50	101.369	2,80	(39,57)	126.534	2,95	24,83	142.418	2,86	12,55
4. FINANCIACIONES SUBORDINADAS	0	0,00	-	0	0,00	-	31.281	1,01	-	31.281	1,39	61,19	80.602	1,88	59,85	89.322	1,79	10,82
5. BANCO DE ESPAÑA Y FGD	50.237	2,04	29,71	65.160	2,59	(95,26)	167.021	4,61	(95,26)	167.021	4,61	5.305,21	170.724	3,98	2,22	201.442	4,04	17,99
6. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	197.640	8,02	(6,61)	184.576	7,33	138,15	439.570	14,15	138,15	635.967	17,57	44,68	879.297	20,48	38,26	1.198.646	24,06	36,32
6.1. En pesetas	153.959	6,25	1,63	156.470	6,22	80,28	282.089	9,08	80,28	345.752	9,55	22,57	427.504	9,95	23,64	574.705	11,54	34,43
6.2. En moneda extranjera	43.681	1,77	(35,66)	28.106	1,12	460,31	157.481	5,07	460,31	290.215	8,02	84,29	451.793	10,52	55,68	623.941	12,52	38,10
7. ACREEDORES	1.901.239	77,13	3,42	1.966.320	78,11	11,94	2.201.144	70,85	11,94	2.374.810	65,62	7,89	2.701.365	62,90	13,75	2.940.405	59,02	8,85
7.1. Sector Público	41.635	1,69	16,81	48.633	1,93	27,08	61.803	1,99	27,08	69.286	1,91	12,11	80.576	1,88	16,29	86.949	1,75	7,91
7.2. Sector Privado	1.662.029	67,43	4,86	1.742.833	69,23	11,94	1.950.927	62,80	11,94	2.050.461	56,66	5,10	2.310.281	53,80	12,67	2.482.264	49,83	7,44
7.2.1. Cuentas corrientes	408.888	16,59	(16,94)	339.634	13,49	27,36	432.574	13,92	27,36	434.174	12,00	0,37	1.401.600	32,64	222,82	1.701.195	34,15	21,38
7.2.2. Cuentas de ahorro	284.748	11,55	(0,24)	284.053	11,28	7,36	304.364	9,82	7,36	309.176	8,54	1,38	194.536	4,53	(37,08)	173.918	3,49	(10,60)
7.2.3. Depósitos a plazo	647.454	26,27	(18,85)	525.395	20,87	11,48	585.729	18,85	11,48	497.422	13,74	(15,08)	268.119	6,24	(46,10)	253.454	5,09	(5,47)
7.2.4. Pagars y efectos	8.464	0,34	1.207,96	110.706	4,40	(41,14)	65.162	2,10	(41,14)	381.283	10,54	485,13	60.126	1,40	(84,23)	4.877	0,10	(91,89)
7.2.5. Otras cuentas	312.475	12,68	54,59	483.045	19,19	16,45	562.498	18,11	16,45	428.406	11,84	(23,84)	385.900	8,99	(9,92)	348.820	7,00	(9,61)
7.3. Sector No Residente	197.575	8,02	(11,50)	174.854	6,95	7,76	188.414	6,06	7,76	255.063	7,05	35,37	310.508	7,23	21,74	371.192	7,45	19,54
Acreeedores en Pesetas	1.773.835	71,96	5,38	1.869.281	74,25	12,33	2.099.726	67,59	12,33	2.216.730	61,25	5,57	2.484.718	57,86	12,09	2.700.722	54,21	8,69
Acreeedores en moneda extranjera	127.404	5,17	(23,83)	97.039	3,85	4,51	101.418	3,26	4,51	158.080	4,37	55,87	216.647	5,04	37,05	239.683	4,81	10,63
8. EMPRESTITOS	37.820	1,53	(50,79)	18.613	0,74	(64,43)	6.620	0,21	(64,43)	18.423	0,51	178,29	16.100	0,37	(12,61)	17.400	0,35	8,07
8.1. Títulos hipotecarios	0	0,00	-	0	0,00	-	0	0,00	-	0	0,00	-	0	0,00	-	0	0,00	-
8.2. Otros	37.820	1,53	(50,79)	18.613	0,74	(64,43)	6.620	0,21	(64,43)	18.423	0,51	178,29	16.100	0,37	(12,61)	17.400	0,35	8,07
9. OTRAS OBLIGACIONES A PAGAR	52.340	2,12	(11,19)	48.484	1,85	(2,30)	45.414	1,46	(2,30)	29.537	0,82	(34,96)	21.571	0,50	(26,97)	63.601	1,28	194,84
10. CUENTAS DIVERSAS	83.451	3,39	19,28	99.542	3,95	15,59	115.064	3,70	15,59	144.725	4,00	25,78	201.466	4,69	39,21	231.875	4,65	15,09
10.1. Fondos especiales	26.037	1,06	(31,11)	17.936	0,71	(67,29)	24.151	0,71	(67,29)	24.151	0,67	311,64	33.120	0,77	37,14	33.390	0,67	0,82
10.2. Benef.ejer.anter.pdte.aplic.	1	0,00	0,00	1	0,00	(100,00)	0	0,00	(100,00)	0	0,00	-	0	0,00	-	0	0,00	-
10.3. Benef.ejer.corrientes(sólo Dobre)	0	0,00	-	30.178	1,20	32,24	48.036	1,28	32,24	48.036	1,33	20,37	53.030	1,23	10,40	45.568	0,91	(14,07)
10.4. Cuentas de periodificación	55.129	2,24	(9,93)	49.655	1,97	32,99	70.480	2,13	32,99	70.480	1,95	6,73	113.989	2,65	61,73	147.771	2,97	29,64
10.5. Otras cuentas	2.284	0,09	(22,42)	1.772	0,07	83,69	3.255	0,10	83,69	2.058	0,06	(36,77)	1.327	0,03	(35,52)	5.146	0,10	287,79
SUMAS CUENTAS DE ORDEN	2.463.433	99,94	6,64	2.627.058	104,35	28,78	3.383.140	108,90	28,78	3.851.612	106,42	13,85	7.054.915	164,28	83,17	12.400.994	248,92	75,78

	1986			1987			1988			1989			1990			1991		
	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ	MM	%	Δ
1. Avales, garant. y cauciones prestadas . . .	201.616	8,18	(4,64)	192.271	7,64	18,39	227.630	7,33	262.907	7,26	15,50	314.458	7,32	19,61	352.986	7,09	12,25	
2. Créditos documentarios	24.616	1,00	(12,63)	21.508	0,85	72,09	37.013	1,19	29.380	0,81	(20,62)	33.946	0,79	15,54	54.221	1,09	59,73	
3. Efectos redescontados o endosados	0	0,00	-	0	0,00	-	0	0,00	0	0,00	-	0	0,00	-	0	0,00	-	
4. Disp. por terceros en citas. de cdts.	368.374	14,94	(32,09)	250.180	9,94	87,57	469.263	15,10	457.147	12,63	(2,58)	507.366	11,81	10,99	770.175	15,46	51,80	
5. Depósitos en custodia (val.nominales) . . .	563.813	22,87	0,60	567.218	22,53	22,40	695.913	22,40	683.444	18,88	(1,79)	932.319	21,71	36,41	1.493.558	29,98	60,20	
6. Otras cuentas de orden	1.305.014	52,94	22,29	1.595.881	63,39	22,40	1.953.321	62,87	2.418.734	66,83	23,83	5.266.826	122,64	117,75	9.730.054	195,31	84,74	

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CUENTA ANALITICA DE RESULTADOS SOBRE ATM

BANESTO	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Productos financieros	0,1001	0,0980	0,1039	0,1137	0,1169	0,1087
-Costes financieros	0,0581	0,0546	0,0638	0,0789	0,0828	0,0775
MARGEN DE INTERMEDIACION	0,0419	0,0434	0,0401	0,0348	0,0341	0,0313
+Otros productos ordinarios	0,0074	0,0067	0,0066	0,0071	0,0065	0,0074
MARGEN ORDINARIO	0,0494	0,0501	0,0468	0,0419	0,0406	0,0387
-Gastos de explotación	0,0305	0,0296	0,0282	0,0290	0,0282	0,0253
MARGEN DE EXPLOTACION	0,0188	0,0204	0,0185	0,0129	0,0123	0,0134
Operaciones con valores	0,0080	0,0065	0,0026	0,0003	0,0035	-0,0003
Saneamiento de créditos	-0,0072	-0,0173	-0,0082	-0,0026	-0,0047	-0,0052
Otras dotaciones netas	-0,0080	-0,0008	-0,0027	0,0012	-0,0019	-0,0047
Otros adeudos y abonos	0,0004	0,0053	0,0040	0,0016	0,0019	0,0017
RESULTADO CONTABLE	0,0121	0,0142	0,0143	0,0134	0,0111	0,0048
CASH-FLOW	0,0305	0,0354	0,0273	0,0191	0,0194	0,0123

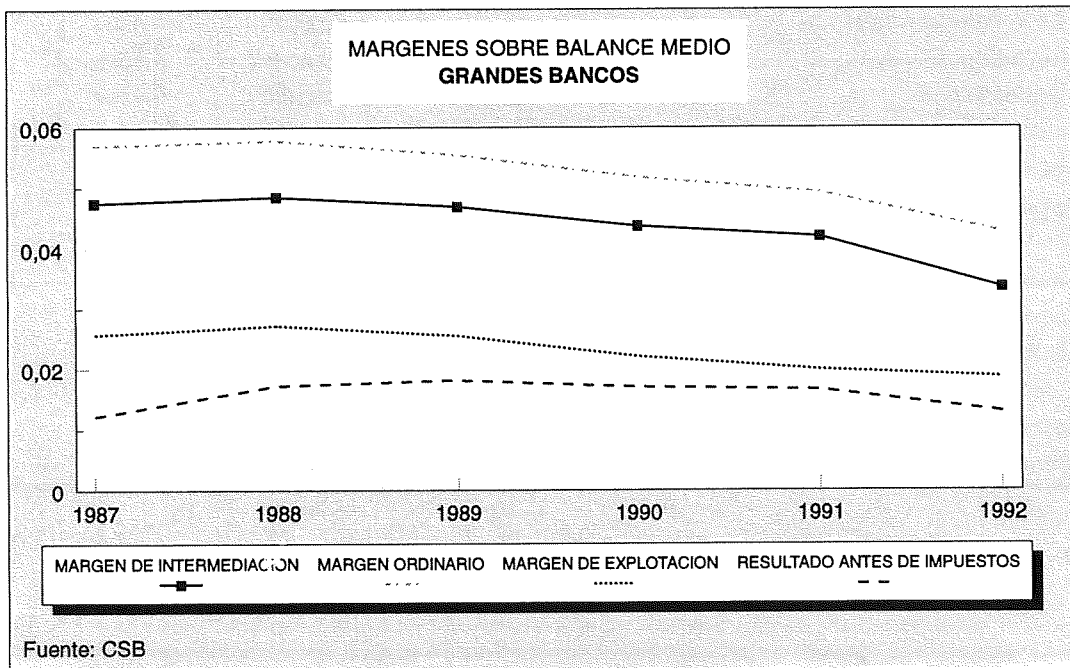
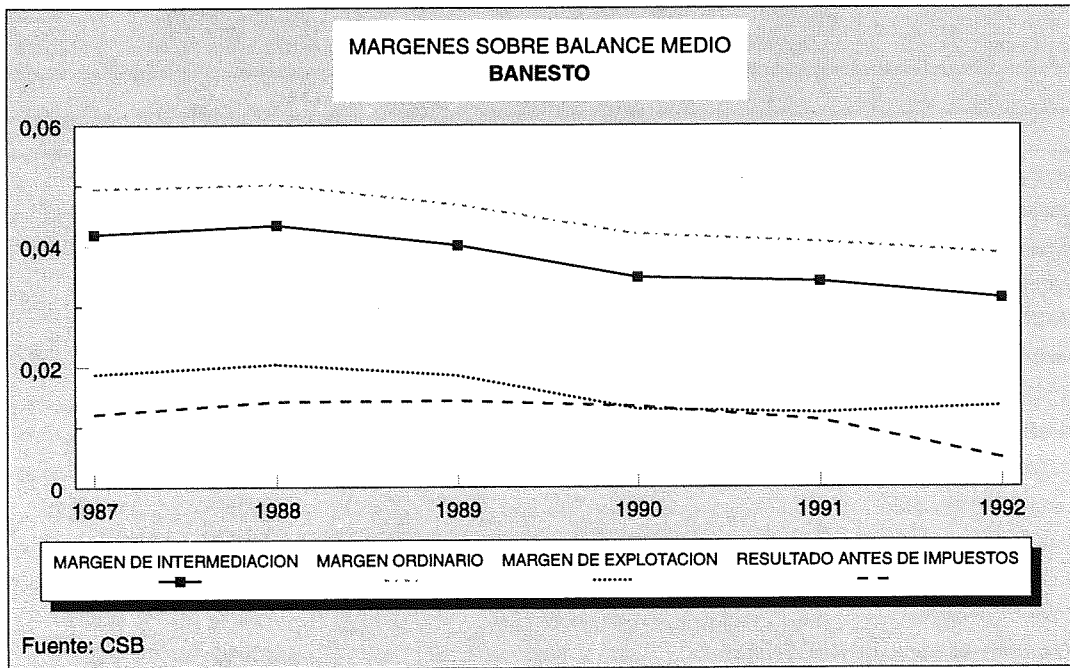
CUENTA ANALITICA DE RESULTADOS SOBRE ATM

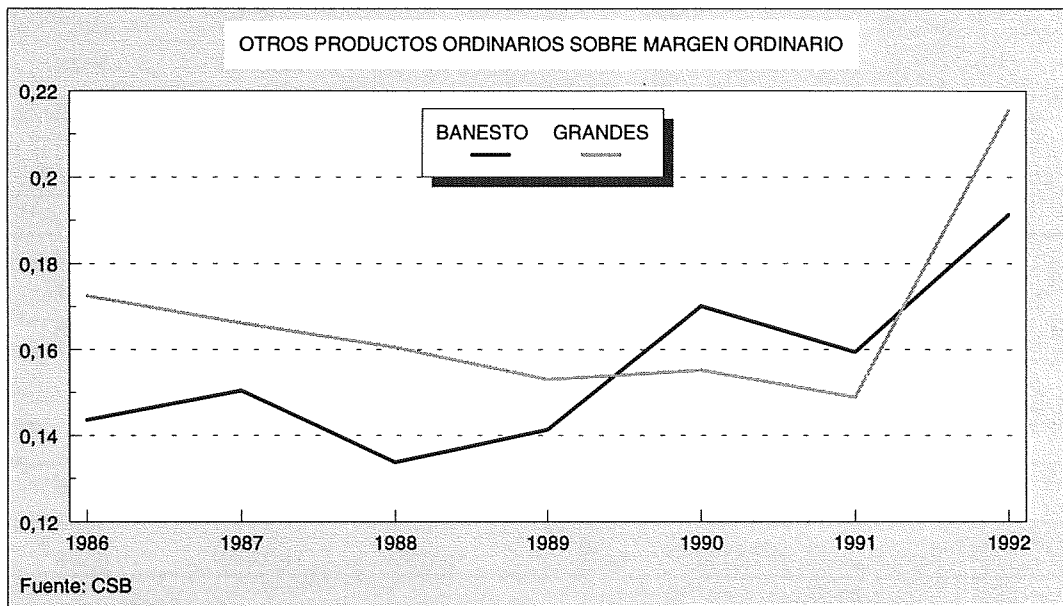
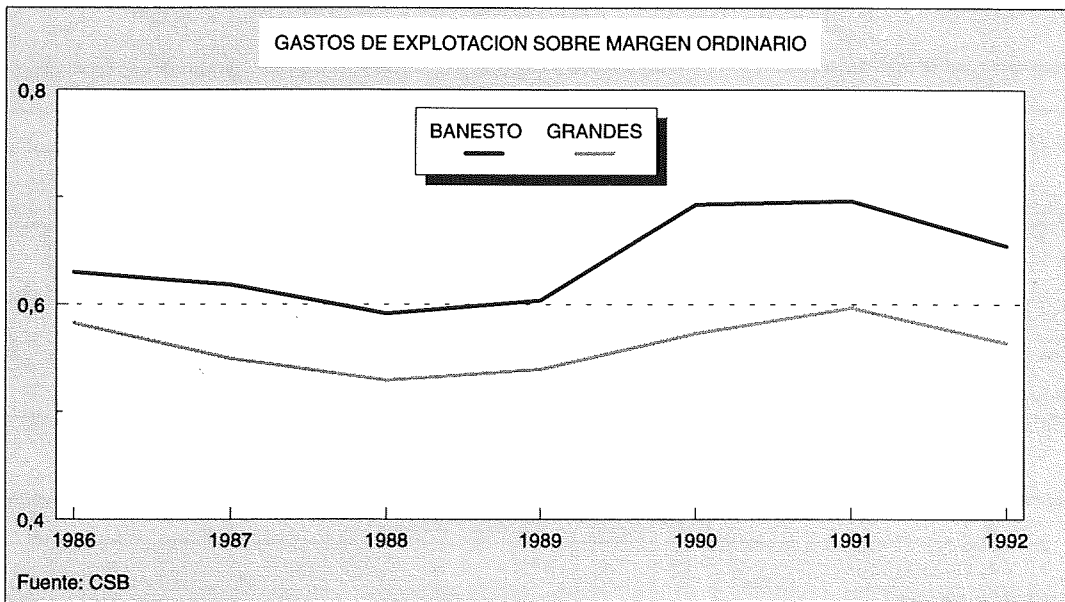
GRANDES BANCOS	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Productos financieros	0,1077	0,1038	0,1142	0,1185	0,1143	0,1073
-Costes financieros	0,0602	0,0553	0,0673	0,0748	0,0723	0,0737
MARGEN DE INTERMEDIACION	0,0475	0,0485	0,0469	0,0437	0,0420	0,0336
+Otros productos ordinarios	0,0095	0,0093	0,0085	0,0080	0,0073	0,0092
MARGEN ORDINARIO	0,0570	0,0578	0,0554	0,0517	0,0493	0,0428
-Gastos de explotación	0,0313	0,0306	0,0299	0,0296	0,0294	0,0241
MARGEN DE EXPLOTACION	0,0257	0,0272	0,0255	0,0221	0,0199	0,0187
Operaciones con valores	0,0010	0,0015	0,0007	0,0017	0,0028	0,0013
Saneamiento de créditos	-0,0078	-0,0079	-0,0039	-0,0038	-0,0062	-0,0060
Otras dotaciones netas	-0,0081	-0,0055	-0,0046	-0,0036	-0,0013	-0,0040
Otros adeudos y abonos	0,0015	0,0018	0,0003	0,0007	0,0014	0,0030
RESULTADO CONTABLE	0,0122	0,0172	0,0181	0,0170	0,0166	0,0130
CASH-FLOW	0,0316	0,0341	0,0300	0,0287	0,0276	0,0214

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CUENTA ANALITICA DE RESULTADOS SOBRE ATM				
BANESTO	Mar 93	Jun 93	Sep 93	
Productos financieros	0,1029	0,0987	0,0958	
-Costes financieros	0,0739	0,0759	0,0729	
MARGEN DE INTERMEDIACION	0,0290	0,0228	0,0229	
+ Otros productos ordinarios	0,0075	0,0074	0,0077	
MARGEN ORDINARIO	0,0365	0,0302	0,0306	
-Gastos de explotación	0,0271	0,0250	0,0246	
MARGEN DE EXPLOTACION	0,0095	0,0052	0,0060	
Operaciones con valores	0,0002	0,0063	0,0050	
Saneamiento de créditos	-0,0086	-0,0107	-0,0111	
Otras dotaciones (pensiones)	-0,0050	-0,0046	-0,0045	
Otros adeudos y abonos	0,0039	0,0039	0,0046	
RESULTADO CONTABLE (antes de impuestos)	0,0000	0,0001	0,0001	
-Impuesto de Sociedades	0,0000	0,0000	0,0000	
RESULTADO CONTABLE (después de impuestos)	0,0000	0,0001	0,0001	
CASH-FLOW	0,0117	0,0133	0,0136	

CUENTA ANALITICA DE RESULTADOS SOBRE ATM				
GRANDES BANCOS	Mar 93	Jun 93	Sep 93	
Productos financieros	0,1145	0,1132	0,1042	
-Costes financieros	0,0821	0,0828	0,0767	
MARGEN DE INTERMEDIACION	0,0323	0,0304	0,0275	
+ Otros productos ordinarios	0,0087	0,0085	0,0077	
MARGEN ORDINARIO	0,0410	0,0389	0,0351	
-Gastos de explotación	0,0228	0,0219	0,0203	
MARGEN DE EXPLOTACION	0,0182	0,0169	0,0148	
Operaciones con valores	0,0046	0,0066	0,0060	
Saneamiento de créditos	-0,0065	-0,0067	-0,0061	
Otras dotaciones (pensiones)	-0,0038	-0,0038	-0,0035	
Otros adeudos y abonos	0,0009	0,0015	0,0009	
RESULTADO CONTABLE (antes de impuestos)	0,0134	0,0144	0,0121	
-Impuesto de Sociedades	0,0037	0,0039	0,0033	
RESULTADO CONTABLE (después de impuestos)	0,0098	0,0105	0,0088	
CASH-FLOW	0,0223	0,0239	0,0208	





FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Otros productos ordinarios sobre margen ordinario

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Banesto	0,1436	0,1504	0,1337	0,1413	0,1701	0,1594	0,1913
Grandes bancos	0,1725	0,1662	0,1605	0,153	0,1552	0,1489	0,2154

Gastos de explotación sobre margen ordinario

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Banesto	0,6298	0,6183	0,5916	0,6037	0,6929	0,6961	0,6544
Grandes bancos	0,5826	0,5496	0,5293	0,5399	0,573	0,5968	0,5641

RENTABILIDAD Y ENDEUDAMIENTO

TOTAL BANCOS Y CAJAS

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ROA	0,0078	0,0100	0,0102	0,0125	0,0120	0,0118
ROE	0,1564	0,1861	0,1861	0,2232	0,2042	0,1911
END	19,9886	18,5978	18,1581	17,9025	17,0861	16,1294

CAJAS DE AHORROS

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ROA	0,0129	0,0075	0,0110	0,0095	0,0110	0,0103
ROE	0,2826	0,1631	0,2451	0,2043	0,2173	0,2013
ATM/RPM	21,9186	21,6681	22,3357	21,4861	19,7454	19,5925

BANCOS TOTAL

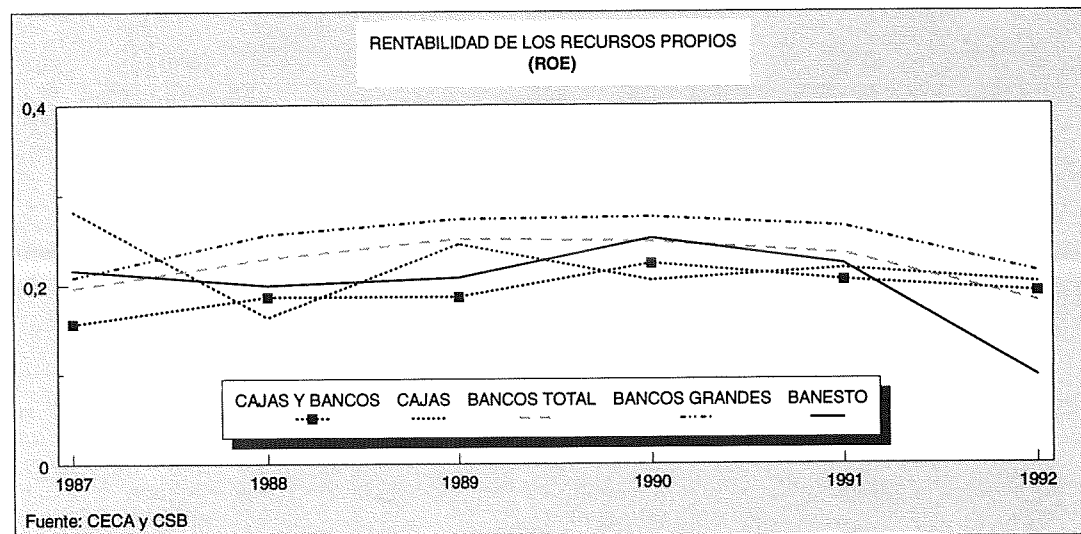
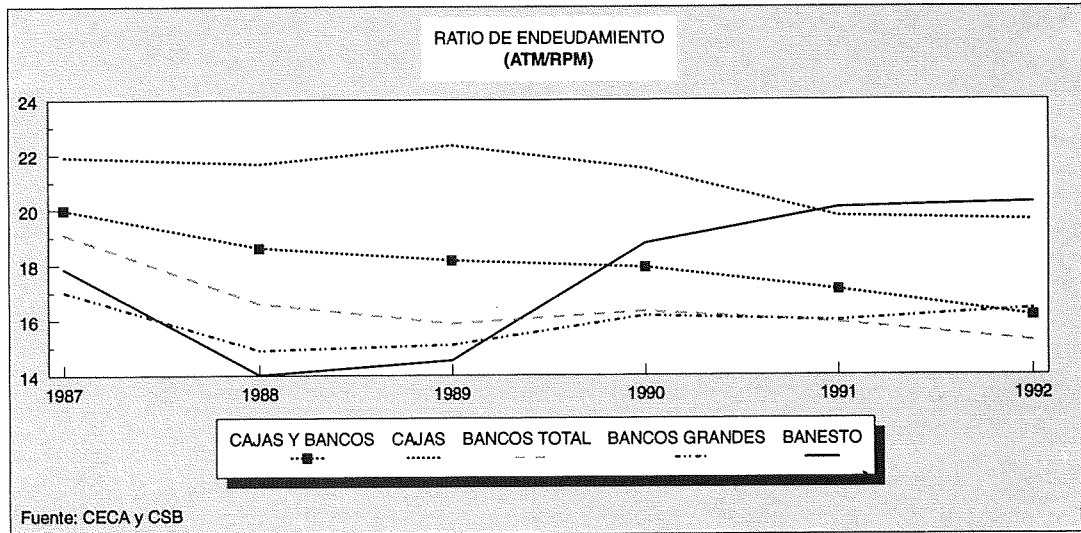
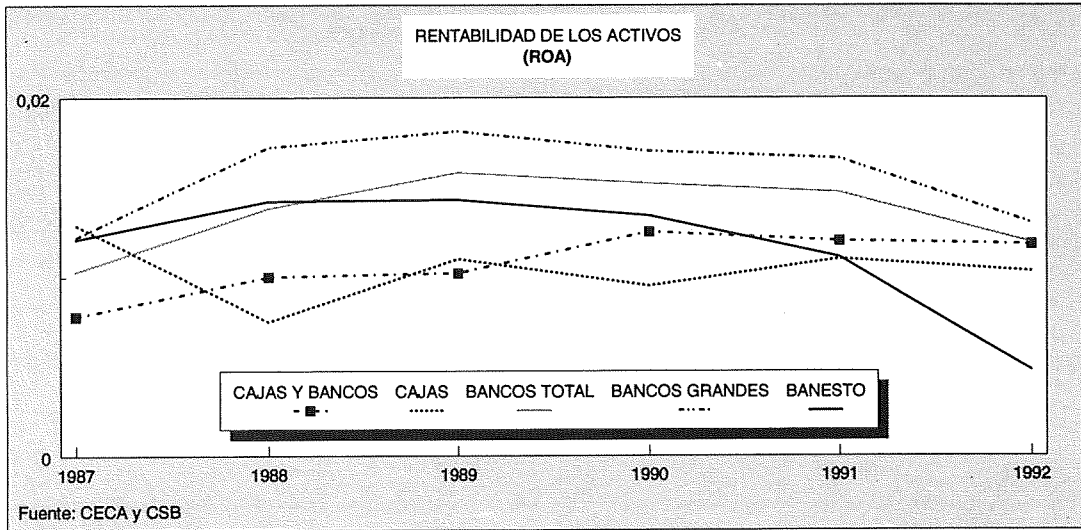
	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ROA	0,0103	0,0138	0,0158	0,0152	0,0147	0,0119
ROE	0,1968	0,2291	0,2513	0,2478	0,2341	0,1804
ATM/RPM	19,1087	16,5978	15,8570	16,3064	15,8802	15,2245

GRANDES BANCOS

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ROA	0,0122	0,0172	0,0181	0,0170	0,0166	0,0130
ROE	0,2083	0,2556	0,2727	0,2751	0,2643	0,2131
ATM/RPM	17,0317	14,8955	15,0962	16,1440	15,9583	16,3743

BANESTO

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ROA	0,0121	0,0142	0,0143	0,0134	0,0111	0,0048
ROE	0,2164	0,1989	0,2076	0,2516	0,2227	0,0973
ATM/RPM	17,8605	14,0138	14,5320	18,7709	20,0539	20,2414



RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

INDICE

	Pág.
Comentario de actualidad	129
La independencia del Banco de Francia. Ha nacido un poder	133
El Banco de Francia, independiente y democrático	135
El Banco de Francia ya anda solo	137
El embrión de banco central europeo se enfrenta con la batalla de la credibilidad	138
Bancos centrales: independientes, responsables, solidarios	140
Bill Clinton, notable en economía	143
La economía norteamericana no tiene rivales	144
En defensa de los reformadores rusos	146
El nuevo gobierno ruso	150
Nostalgia por Keynes	151
El modelo alemán sigue vivo	154
La caída de Banesto	156
Los precios agrícolas después de la Ronda Uruguay	157
El acuerdo sobre dumping resultó decisivo en la Ronda Uruguay	159
Paul Claudel, economista	161
El evangelio de la calidad según W. Edwards Deming	163
Los posibles condicionantes de los procesos de reforma económica	165

COMENTARIO DE ACTUALIDAD

Tal vez se haya debido a la situación particularmente difícil por la que atraviesan la mayoría de las grandes economías, o tal vez haya sido consecuencia del inicio de un nuevo año -o de ambas cosas- el caso es que toda la prensa internacional ha dedicado un considerable espacio, durante las semanas más recientes, al análisis del estado y perspectivas de la economía en los diferentes países. **Herald Tribune** ha ido hasta consagrar a la cuestión diferentes reportajes, publicados en varios números sucesivos, en los que distintos especialistas han examinado la situación de la coyuntura y las posibilidades inmediatas.

En la edición de **HT** del día 18 Jacques Neher describía la situación en Francia en unos tonos escasamente optimistas. "Aunque los datos han dejado de apuntar hacia el sur" -decía figurativamente Neher- "1994 será otro año de crisis en Francia, donde la recuperación no será un hecho más que en 1995... Y cuando la misma se produzca, ésta no será lo suficientemente fuerte como para reducir la tasa de paro, que puede alcanzar el 13 por ciento a finales de año. La elevación de los gastos de la seguridad social que esto represente, acompañada de la disminución de los ingresos procedentes del impuesto sobre la renta, supondrá un incremento del ya substancial déficit fiscal que hará inevitable un aumento de impuestos en 1995. Sólo un recorte substancial de los tipos de interés que se anticipara a lo que el Bundesbank pueda hacer en esta materia podría avanzar la recuperación".

Afortunadamente, algunos comentaristas ofrecen visiones algo más optimistas de lo que puede ser la evolución de la economía del primer cliente de España. Ya en **Financial Times** de 5 de Enero Jean-Michel Charpin, primer economista de Banque Nationale de París, subrayaba que "las cartas indican que la recuperación está a la vista", si bien añadía lo siguiente:

"Con todo, dada la vinculación existente entre las economías de Francia y de Alemania, es poco probable que la primera mejore si no se produce un inicio de reactivación en la segunda".

Algo parecido decía Dominique Vallet, director de estudios y del consejo de Crédit National, en **Le Monde** del día 18. "Sólo a últimos de año (1994), gracias a un principio de recuperación de Alemania y de toda la Europa continental, podrá la economía francesa reanudar la expansión". A lo que añadía: "Se trataría, en cualquier caso, de una evolución parecida a la de Estados Unidos en 1991-1992, cuando se alternaban inquietudes y esperanzas según se iban publicando estadísticas y se producían los comentarios de los economistas".

Esta es también la idea que expresa Alain Vernhoies en **Le Monde** del día 20 cuando señala que "la economía francesa transmite señales contradictorias". El mismo articulista, sin embargo, subraya los resultados de la última encuesta del Banco de Francia que indican que "los jefes de empresa han confirmado la mejora de la producción que tuvo lugar en Noviembre, mes en el que

la producción industrial, en efecto, subió un 0'5 por ciento, según acaba de hacer público el INSEE. La mejora, pues, ha continuado".

Igualmente contradictorios, aunque acentuando más los tonos sombríos, son los comentarios sobre la situación de la economía alemana, tan fundamental en el contexto europeo. Dana Milbank y Terence Roth, en **The Wall Street Journal Europe** del día 19, se mostraban, con todo, esperanzados. "Incluso Alemania" -decían- "la mayor economía de Europa y una de las más afectadas por la recesión, puede que, finalmente, empiece a recuperarse, aunque tal vez lo haga más lentamente que otros países". Uno de los elementos más positivos en la evolución de la economía alemana es la tasa de inflación, que parece haberse estabilizado alrededor del 3 por ciento.

Sin embargo, es el escepticismo lo que predomina, sin duda, en los análisis que se publican sobre la evolución a corto plazo de la economía alemana, como se desprende, por ejemplo, del que le dedica **HT** dentro de la serie citada. "Para el conjunto del país" -dice Brandon Mitchener, autor del mismo- "la expansión será sólo del 0'5 por ciento en 1994, después de haber retrocedido en un 1'3 por ciento en 1993, según hizo público la Oficina Federal de Estadística hace pocos días". Otros comentaristas insisten en señalar que el crecimiento en Alemania será cero en 1994.

"¿Qué ha sido de los países que devaluaron"? Este era el título del artículo que Sophie Gherardi publicó en **Le Monde** de 11 de Enero. La respuesta era que tal medida no les había venido mal a Gran Bretaña, Italia y España. "Vistas las cosas con alguna perspectiva, se puede constatar que las devaluaciones no sólo no han tenido los efectos nefastos que se habían anunciado (sobre todo por lo que a la inflación se refiere) sino que han resultado positivas, por lo menos para dos de los países afectados" (Italia y Gran Bretaña).

En la serie de **HT**, Erik Ipsen analiza la situación del Reino Unido en el número del día 20 y subraya cómo la debilidad de la demanda de los consumidores que muestran los datos más recientes supone una auténtica decepción. En especial, representa la eliminación momentánea de toda posibilidad de que se proceda a la reducción de los tipos de interés. Así lo han acusado, por lo demás, los mercados cambiarios.

Samuel Brittan, en un comentario titulado "La recuperación del Reino Unido es auténtica, pero...", publicado en **Financial Times** del mismo día 20, llama la atención una vez más sobre el peligro de hacer juicios basados en los datos de un solo mes, y más aún si éstos son considerados aisladamente. "La situación, en su conjunto, es clara, y muestra una recuperación. La inflación sigue estando controlada. La gran cuestión es en qué medida los incrementos de impuestos aplazados que se incorporaron a los dos presupuestos de 1993 van a comprimir el gasto de los consumidores..."

"El producto interior bruto del Reino Unido creció un 2 por ciento en 1993 según datos provisionales que acaba de publicar el Central Statistical Office", titulaba **FT** en primera página el día 23. También es cierto, sin embargo, que a continuación todo eran interrogantes sobre lo que podía ocurrir en 1994. Peter Norman, en el mismo número de **FT**, aludía a las "señales de déficit interpretación que transmite la economía británica".

Para el examen del estado de la economía de Italia se cuenta con un documento reciente particularmente útil que Terence Roth extracta en **WSJE** de 18 de Enero. Se trata del informe anual de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos sobre dicho país. En general, la Organización parisina juzga favorablemente, dadas las circunstancias, la evolución de la economía italiana, pero advierte ciertos peligros. "A pesar de los progresos que se han realizado con vistas a la reducción del déficit público, la OCDE sitúa el déficit de 1993 en el 9'5 del PIB, y el importe de la deuda en el 114 por ciento del mismo, ratios que se juzgan extremadamente elevadas".

La OCDE pronostica para Italia un crecimiento del 1'7 por ciento en 1994, lo que supondría una notable mejora frente a la contracción del 0'1 por ciento de 1993. En general, la Organización muestra su satisfacción por la evolución política y económica de Italia a partir de mediados de 1992, "que ha superado todo lo que se hubiera podido esperar... Elementos importantes que han contribuido a esos resultados han sido la devaluación competitiva de la lira después de la salida del país del SME y los acuerdos a que llegaron gobierno y sindicatos".

También existen problemas fuera de la Europa comunitaria. La economía de Japón se había mostrado tan sólida durante tanto tiempo que cuando le ha llegado la crisis el desconcierto de los observadores ha sido considerable. ¿Cómo pudo ocurrir? ¿Es realmente cierto que el país, su economía, pasa por un mal momento?, ¿Podría alargarse la crisis?

Steven Brull analiza la situación de Japón en **HT** del día 17, y sus conclusiones, al igual que las del resto de los observadores, son que la recesión podría alargarse, efectivamente. Es decir. Brull admite que la situación puede empezar a cambiar ya hacia el próximo verano, "pero una reactivación de alguna magnitud no se producirá más que un año después", y esto en el mejor de los casos. Además, "el crecimiento será sólo moderado en todo el futuro previsible, obstaculizado por el difícil proceso de reestructuración del sistema económico de la posguerra, que ha llegado a ser un anacronismo muy costoso". Por otra parte, el fuerte yen ha hecho que las exportaciones japonesas fueran menos competitivas, y los mercados para algunos de los principales productos vendidos al extranjero -automóviles, electrónica de consumo- se hallan saturados, a lo que debe añadirse el hecho de la competencia de otros países asiáticos, así como la resurrección con fuerza de la industria norteamericana, con el ejemplo paradigmático de los fabricantes de coches.

A los problemas de la industria se les debe añadir, en el mismo Japón, los de la banca, abrumada, entre otras cosas, por la existencia de créditos malos valorados en 40 billones de yens (357 m. m. de dólares).

La situación ha cambiado, realmente, en Japón, incluso más allá, desde luego, de lo puramente coyuntural. Un elemento importante de este cambio es de tipo estratégico. El final de la guerra fría, en efecto, ha eliminado la amenaza que obligaba a Estados Unidos a favorecer a Japón aceptando liberalmente grandes exportaciones de este país, al tiempo que permitía que el mismo mantuviera cerrados sus mercados.

Queda, en fin, Norteamérica, convertida de nuevo, un poco como por arte de magia, en la esperanza del resto de los países. Ahora bien, como decía Lawrence Malkin en su colaboración

en la serie de HT, "cuando Estados Unidos dominaba el mundo, 40 años atrás, hubiera expandido prosperidad de Tokio a Trieste. Ahora no podrá hacer más que ofrecer un buen ejemplo, dado que las fuentes de la prosperidad global se hallan muy diseminadas". ¿Cual es ese buen ejemplo? Lawrence H. Summers, el hombre fuerte de la Administración norteamericana para la coordinación económica internacional, lo ha expresado así: tipos de interés más bajos para Europa, incremento del gasto público en Japón y, en ambos lados, una reestructuración industrial en la línea seguida por Estados Unidos.

Sorprenda o no, el hecho de que ese país pueda ser presentado ahora como ejemplo es consecuencia del optimismo que resulta de la confirmación de la recuperación. Este es un hecho, en efecto, según admitía la misma Reserva Federal en un informe que citaba **WSJE** del día 20. El informe, elaborado como preparación de la reunión del próximo mes del comité de política monetaria del banco, señala también que la inflación sigue controlada. Esto puede retrasar cualquier subida de los tipos de interés susceptible de asfixiar el proceso de reactivación.

Los artículos que se recogen en las páginas que siguen apenas se refieren a la evolución de la coyuntura. De mayor o menor interés, pretenden tener alguna permanencia.

Como se observará, destacan los dedicados a la designación y toma de posesión del "Conseil de la politique monétaire" del Banco de Francia, a partir de lo cual este ha podido iniciar su nueva andadura como banco central independiente. (Destaca, por cierto, en dicho consejo, la presencia de Michel Albert, "apóstol del modelo renano", como le llamó **Le Monde**, viejo conocido de los lectores de "Cuadernos", que oportunamente dedicó varias páginas al comentario de la obra "Capitalisme contre capitalisme", la más conocida de aquel).

Otro banco central, éste en estado embrionario -el Instituto monetario Europeo- ha ocupado asimismo la atención, con ocasión de su puesta en marcha, de toda la prensa internacional en las últimas semanas, lo que justifica que también quede constancia de ello en las páginas que siguen.

El protagonismo reciente de algunos bancos centrales -en algún caso, sin duda, no deseado- no acaba ahí, como lo muestra el artículo del casi mítico Paul A. Volker, ex-presidente del Consejo de la Reserva Federal, elaborado con motivo del centenario del Banco de Italia.

Pese al deseo de evitar los artículos en principio efímeros, la realidad obliga a incorporar aquí alguna muestra de lo que la prensa escribe sobre Rusia, con la esperanza de que los que se ofrecen sirvan para interpretar con alguna corrección una situación compleja y fundamentalmente cambiante.

El resto de la selección de prensa es variado, y no faltan los textos menos farragosos destinados a aligerar la lectura del conjunto.

La independencia del Banco de Francia. Ha nacido un poder.

(François Renard, en "Le Monde").

La cosa está hecha. Por primera vez desde principios de los años 30, el Banco de Francia podrá por sí mismo "definir y poner en práctica la política monetaria destinada a asegurar la estabilidad de los precios", llevando a cabo su misión en el marco de la política económica general del gobierno. La definición de la política monetaria queda a cargo del Consejo del mismo nombre. El Banco de Francia, en fin, "en el ejercicio de estas atribuciones, no podrá solicitar ni aceptar instrucciones del gobierno o de quien sea".

Así, pues, el cordón umbilical entre el poder y el instituto de emisión francés se ha roto. El Consejo de Política Monetaria -compuesto por el gobernador del banco, por los dos subgobernadores nombrados por seis años, renovables por el Consejo de Ministros, y por seis miembros designados por nueve años-, tomará sus decisiones por mayoría de los miembros presentes, decidiendo el presidente en caso de empate.

A imitación del consejo de administración del Banco Federal de Alemania (Bundesbank), el Consejo monetario del Banco de Francia dispondrá en adelante de una libertad total por lo que se refiere a la política financiera del país. Por supuesto, no tendrá la facultad de modificar las paridades del franco, privilegio exclusivo del gobierno, de la misma forma, por cierto, que tampoco la tiene el Bundesbank. Pero sí dispondrá de la posibilidad de variar como desee los tipos de interés a corto plazo a través de la intervención del banco en el mercado. Y como tales intervenciones pueden influir, a veces de forma decisiva, en las cotizaciones de las monedas, se puede apreciar fácilmente cuán amplios son los poderes y las responsabilidades del Consejo monetario.

El citado Consejo deberá ejercer tales poderes, a partir de los próximos meses, en circunstancias sumamente delicadas.

Francia, como es sabido, tiene la necesidad apremiante de bajar los tipos de interés a corto plazo, los cuales, descontando una inflación del 2% para los precios al consumo, sobrepasan aún el 4% y rozan incluso el 10% para unos precios a la producción que bajan acusadamente desde hace cuatro años. Ahora bien, la política del "franc fort", practicada ininterrumpidamente desde hace diez años para luchar contra la inflación sujetando nuestra moneda a un virtuoso DM, imposibilita que el Banco de Francia, por el momento, baje libremente sus tipos de intervención por debajo de los del Bundesbank, pese a que los mismos sean inferiores a los nuestros, teniendo en cuenta la existencia de una inflación alemana muy superior.

Hasta el presente, todo intento del Banco de Francia de recuperar su libertad en materia de tipos de interés se ha traducido en una caída de los precios. ¿Ocurrirá lo mismo en el año que empieza, en que los resultados de nuestro país serán mejores -salvo por lo que al paro se refiere- que los de Alemania en cuanto a inflación, déficit presupuestario y crecimiento de la economía? Este será el gran problema del nuevo Consejo de Política Monetaria, el cual, para afirmar su credibilidad desde el principio, podría sentirse tentado de mostrarse todavía más "ortodoxo" de

lo que haría falta. Así, en el caso de que, por ejemplo, la reducción de los tipos alemanes no tuviera lugar más que muy lentamente a lo largo de 1944, el Consejo podría rechazar toda desconexión con la política monetaria del Bundesbank.

Si esto ocurre, será interesante ver si se produce un debate en el seno del Consejo entre, por una parte, algunos altos funcionarios muy estrictos, como Jean-Claude Trichet, gobernador del Banco de Francia, sus dos subgobernadores, en especial Hannoun, y un ex-ministro muy partidario del franco fuerte, Michel Sapin, y, por otra, el industrial Jean-Pierre Gérard, la universitaria Denise Flouzat, contraria a Maastricht, el periodista Jean Boissonnat y aún Bruno de Maulde, presidente del Consejo de las Bolsas de Valores, todos éstos más sensibles a las realidades de la economía.

En tal caso aparecerá una nueva configuración del sistema de gobierno de Francia, en el que, frente al poder político Parlamento y gobierno- se manifestará un poder económico y financiero, un centro de decisión y de debate cuyos veredictos serán definitivos, aunque también potencialmente controvertidos. Piénsese, si no, en lo que ocurre en Alemania, donde el consejo de administración del Bundesbank es el teatro de enfrentamiento, a veces muy ásperos, entre halcones y palomas sobre la política que debe seguirse en materia de tipos de interés, y todo ello ante el tribunal de la opinión pública, la cual, pese al respeto que siente por la institución, puede manifestar su enfado.

En el seno del consejo del Bundesbank, como es sabido, once miembros, presidentes de bancos centrales de los "lander", son la emanación de la Alemania profunda que se enfrentan a los seis directores de la entidad y entre los cuales el presidente no es más que un "primus inter pares", sin voz preponderante.

Este no es el caso en Francia. Frente al bloque de los tres votos de la dirección del banco central, ¿cuál será el peso de los otros seis? Es más, ¿cuál será su legitimidad, no ya jurídica, sino económica y financiera? Tal legitimidad deberán ganársela y tendrán que hacerlo frente a personalidades vigorosas como Trichet y Nannoun, de los que algunas malas lenguas, incluso en el Tesoro, han denunciado una especie de "terrorismo intelectual". Trichet ha podido ser acusado de llevar el dogma del franco fuerte hasta sus últimas consecuencias, y Hannoun, director del gabinete de Pierre Bérégovoy hasta últimos de 1992, de haberse negado a ampliar las medidas de expansión de la economía, en especial en el sector de la construcción.

¿Cuál podrá ser, respecto a ese nuevo poder, la actitud de hombres como Seguin, presidente de la Asamblea Nacional, conocido por su posición favorable a la independencia del franco y a la libertad de los tipos de interés?

El Banco de Francia, independiente y democrático.

(David Buchan y John Ridding, en "Financial Times")

Una vieja institución nació de nuevo ayer: 194 años después de haber sido creado por Napoleón para que le ayudara en su lucha contra Gran Bretaña, el Banco de Francia ha obtenido su independencia, alcanzando así la mejor situación para combatir la inflación y para proteger el franco frente a las veleidades de las interferencias políticas.

Ayer, bajo la presidencia de Edouard Balladur, tuvo lugar la constitución formal del Comité de Política Monetaria del banco central francés, cuyos nueve miembros tienen prohibido por ley la aceptación o la solicitud de instrucciones para el establecimiento de los tipos de interés del país.

Ahora bien, ¿cómo va a operar el banco bajo la ley de 1993, la cual, aunque influida por el tratado de Maastricht y por los estatutos y la experiencia de los bancos centrales alemán y norteamericano, crea un modelo distintivamente francés?

En su primera entrevista con la prensa tras la constitución del Consejo, Jean-Claude Trichet, gobernador del Banco de Francia, dio a conocer alguno de los principios rectores que van a presidir la actuación del nuevo órgano.

Además de Trichet y de los dos subgobernadores -Denis Ferman y Hervé Hannoun- seis personas "de la calle" han sido elegidas para formar parte del Consejo por el gobierno Balladur y por el presidente François Mitterrand de una lista de 18 nombres propuestos por los presidentes de la Asamblea Nacional, del Senado y del Comité Económico y Social. La intervención de tantas instituciones y autoridades en la designación de las personas que han de formar el Consejo asegura que éste será lo menos discutido posible, dice Trichet. Paradójicamente, comenta también éste, el país centralizado que es Francia puede haber conseguido un órgano más diversificado para la dirección de la política monetaria que la Alemania federal o que los Estados Unidos, donde los gobernadores regionales tienen mayoría en los consejos del Bundesbank y de la Reserva Federal.

"Las seis personas de fuera de la casa proceden de las finanzas, de los seguros, de la industria, de la universidad, del periodismo y de la política. Con tales sobresalientes personalidades, me pregunto si no disponemos de una mayor diversidad que en un sistema federal, cuyos bancos regionales están inevitablemente llenos de gente con la misma carrera y la misma experiencia profesional", comenta Trichet.

El Banco de Francia no ha establecido aún sus objetivos monetarios para 1994, pero es probable que lo haga ya hacia finales de este mes. Esos objetivos serán probablemente anunciados en una conferencia de prensa, de las que la Vieja Dama de la Rue de la Vrilliere apenas ha hecho uso hasta ahora. "En una democracia, a mi entender, una entidad independiente debe escuchar y dar explicaciones", dice Trichet.

Al aludir a la responsabilidad democrática del banco como algo esencial, Trichet contempla dos puentes importantes entre el banco central y el ejecutivo y el legislativo. En el primer caso, el gobierno tiene acceso al Consejo monetario puesto que tanto el primer ministro como el ministro de Economía pueden asistir a las reuniones de aquel, aunque carezcan de voto, como en Alemania.

"La experiencia alemana muestra que eso es positivo. Por una parte facilita la comunicación entre el gobierno y el banco central mientras que por otra se protege sin lugar a dudas la independencia de éste".

De gran importancia -aunque sólo fuere para satisfacer el deseo del Parlamento de incrementar los débiles poderes de que disfruta bajo la Quinta República- son las nuevas obligaciones del Banco de Francia con los diputados. El gobernador, en efecto, ha de informar ahora por lo menos una vez al año ante la Asamblea Nacional y ante el Senado, los cuales pueden también forzarles a comparecer ante ellos con mayor frecuencia. Y, por otra parte, el gobernador puede pedir ser oído por los citados órganos. "Se trata de un arreglo simétrico que puede resultar útil en algunas ocasiones. Creo que es un deber del gobernador mostrarse lo más activo posible en sus relaciones con el Parlamento y con los comités financieros", dice Trichet.

El resultado podría ser una mezcla de lo que se hace en Norteamérica, donde el gobernador aparece con frecuencia ante el Congreso, y de la tendencia del Bundesbank a convocar conferencias de prensa. Una práctica del Open Market Committee de la Reserva Federal que Trichet parece no querer en modo alguno adoptar es la publicación retardada de las actas y de las votaciones de las reuniones del comité. "Creo que cualquiera que sea el vigor de los argumentos utilizados en los debates, la credibilidad de nuestra institución dependerá en gran medida de la unidad que proyecte, una vez se hayan adoptado las correspondientes decisiones".

Trichet no parece prever muchas discusiones internas a propósito de la estabilidad de los precios, la cual, según la ley, constituye el objetivo fundamental del Consejo monetario, aunque no lo defina con precisión. La definición de la estabilidad de los precios, dice Trichet, es "más un arte que una ciencia... pero no creo que nadie en el mundo piense que una tasa de inflación del 2 por ciento (la actual en Francia) es anormal desde el punto de vista de la estabilidad".

Trichet muestra un evidente deseo de hacer olvidar la acusación que se le dirigió el pasado verano cuando se le llamó "Ayatollah monetario", en un momento en que, como Director General del Tesoro, hizo todo lo que pudo por mantener el valor del franco frente al DM. A su juicio no existe contradicción entre una política antiinflacionista rigurosa y la obtención de las mejores condiciones crediticias posibles en los mercados.

"Dado que todos los mercados financieros se hallan interconectados, en cuanto te sales del área de los tipos a muy corto plazo, que pueden ser controlados por una autoridad nacional, tus tipos dependen del juicio de los inversores de todo el mundo. Tu credibilidad y estabilidad -si se consideran reales por los inversores- te dan una ventaja inmediata en el mercado. La independencia del banco central constituye un elemento positivo en ese juicio". Trichet muestra cuadros y gráficos que señalan que, Japón aparte, Francia tiene los menores tipos entre los Siete Grandes países.

Aunque advirtiendo sobre los errores que se han cometido recientemente en la estimación de las tendencias de crecimiento en Europa y en el mundo, Trichet admite que Francia se halla en medio del ciclo depresivo que afecta a prácticamente toda Europa. A su juicio, sin embargo, Francia está bien situada para una nueva etapa expansiva dado el excedente comercial con que cuenta, el buen "cash flow" de sus grandes empresas y de la posición acreedora neta de las economías familiares.

En cualquier caso, no parece probable que el Banco de Francia vaya a aprovechar su nueva independencia para emprender una carrera expansiva, de la misma forma que no se lanzará hacia la consecución rápida de una unión monetaria parcial en Europa.

El Banco de Francia puede ahora parecerse al Bundesbank. "Pero me niego del todo a emprender una discusión sobre la posible aceleración de la unión monetaria, sea ésta de dos, de tres o de las velocidades que se quiera. Lo que tenemos que hacer es conseguir que Maastricht se desarrolle y se aplique escrupulosamente, y esto es lo que intentaré hacer junto con Hans Tietmeyer (el presidente del Bundesbank), con Eddie George (el gobernador del Banco de Inglaterra) y con mis otros nueve colegas gobernadores de los restantes bancos comunitarios".

El Banco de Francia ya anda solo.

("Financial Times", edit.)

La independencia del Banco de Francia, promovida tanto por el actual gobierno conservador como por su antecesor socialista, se vió plasmada en la ley hacia finales del año pasado. Tendrá que pasar bastante tiempo antes de que los mercados financieros se convenzan de que los ministros franceses han cedido realmente el control de los tipos de interés al Comité de Política Monetaria del banco. Pero más tiempo habrá de pasar aún hasta que las ventajas de la independencia del banco central -el establecimiento de las condiciones para un crecimiento con baja inflación- aparezcan con toda claridad ante el público francés. Sea como fuere, la independencia supone un importante paso adelante para Francia en la tarea de reforzar su política económica tras las convulsiones monetarias del pasado verano.

Ningún banco central puede llevar a cabo políticas totalmente libres de limitaciones impuestas por la sociedad en la que opera. El independiente Bundesbank ha representado un modelo para una parte de la legislación aprobada en París, pero la verdad es que el banco alemán ha podido llevar a cabo una política persistentemente antiinflacionista no tanto porque ha contado con la protección de la ley frente a la influencia política sino porque ha existido siempre un consenso popular favorable a la estabilidad de los precios. Tal consenso se ve puesto a prueba, sobre todo, en tiempos de crisis. El Bundesbank ha adoptado frecuentemente decisiones que han contribuido a la impopularidad de los gobiernos, e incluso, en alguna ocasión, a la caída de éstos.

Al designar para el Consejo del banco a personas cualificadas de fuera de éste y de distintas procedencias, el gobierno francés ha incrementado las posibilidades de que sus decisiones sean acertadas y, a la vez, respetadas. Con todo, a largo plazo, los estatutos del banco serán eficaces sólo si la población francesa sigue estado convencida de los méritos de las políticas antiinflacionistas. A pesar de los contratiempos del verano de 1993, el soporte multipartidista a favor de la estrategia del franco fuerte seguida durante diez años permanece intacto. A la vista de la recesión y del creciente paro, el respaldo a una política del franco fuerte puede, no obstante, debilitarse a medida que la atención se vaya fijando en las elecciones presidenciales de 1995.

El Bundesbank cimentó su fama de entidad seria y rigurosa durante el período de 10 años que siguió a 1948, cuando el DM no era plenamente convertible y los extranjeros no tenían una gran confianza en la política monetaria alemana. Las condiciones bajo las cuales el Banco de Francia ha de defender su nueva situación son en algunos aspectos mucho más difíciles. Sobre todo, el banco deberá hacer frente a una delicada paradoja. Para defender la credibilidad de su política -y para intentar situar los tipos franceses por debajo de los alemanes el gobierno francés y el banco central deben dar la impresión de que actúan de común acuerdo. La mejor oportunidad de que dispone el Banco de Francia para hacer una demostración convincente de su independencia le vendría ofrecida por una crisis monetaria. Ahora bien, esto es algo que las autoridades francesas, lógicamente, querrán evitar por todos los medios. Una razón importante que ha llevado a la independencia del Banco de Francia ha sido la voluntad de que se reduzca la influencia que el Bundesbank ejerce sobre los tipos de interés franceses. Se trata de un objetivo que vale la pena, pero la lucha apenas acaba de empezar.

El embrión de banco central europeo se enfrenta con la batalla de la credibilidad.

(Peter Norman, en "Financial Times")

Se multiplican las señales de que el presidente del Instituto Monetario Europeo, Alexandre Lamfalussy, tendrá que realizar grandes esfuerzos para conseguir que su entidad sea aceptada como una fuerza a tener en cuenta en el contexto de la política monetaria europea.

La sesión inaugural del consejo del Instituto tendrá lugar en Francfort uno de estos días y no le faltarán problemas que requieren solución inmediata. Uno de ellos se refiere a la paga y a las condiciones de trabajo del personal. También existen diferencias -que se deberán superar- entre los bancos centrales europeos -a los que el Instituto pertenece- sobre la manera cómo los puestos de trabajo ha de ser distribuidos -o no- según nacionalidades.

Lo más fundamental, con todo, son las profundas divergencias que existen entre, por una parte, autoridades tales como la Comisión Europea y el ministerio de Hacienda belga, que ven en el IME un instrumento para la promoción de la integración en el seno de la Unión Europea, y, por otra, entidades como el Banco de Inglaterra y el Bundesbank, que piensan que el papel del Instituto debería ser primordialmente asesor.

La semana pasada, el gobierno griego, que el primero de Enero se hizo cargo de la presidencia de la UE, planteó dudas sobre la personalidad del IME. Yannis Papantiniou, el viceministro de Economía que presidirá reuniones de los ministros de Economía y de Hacienda de la UE, dijo que no veía claro que Lamfalussy tuviera que ser invitado regularmente a las reuniones mensuales de ministros del "Ecofin".

Autoridades monetarias europeas comentan que la amenaza griega es, con todo, uno de los menores problemas que Lamfalussy tiene ante sí. Los estatutos del IME dejan claro, en efecto, que Lamfalussy puede esperar participar en reuniones ministeriales en las que se vayan a debatir el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo o problemas macroeconómicos de interés general, lo que será el caso en la mayoría de los encuentros.

Los mismos altos cargos estiman que las dos primeras reuniones del consejo del IME constituirán una prueba significativa para detectar la influencia de Lamfalussy. Con todo, será sólo hacia mediados de año, después de que hayan sido reclutadas las personas que han de ocupar los puestos clave de la entidad, cuando se sabrá si el Instituto va a representar o no un papel de primera magnitud en materia de política monetaria europea.

Lamfalussy, húngaro de nacimiento y banquero belga, va a tener que levantar el IME partiendo casi de la nada. Lo primero que deberá hacer es conseguir pronto los servicios de cuatro o cinco personas en condiciones de ocupar los puestos clave, entre los que figuran la dirección general y las jefaturas de departamento.

Mientras tanto, muchos de los altos funcionarios que sirvieron en el organismo predecesor del Instituto -el Comité de Gobernadores de los bancos centrales de la CEE, con sede en Basilea- se reintegran a sus respectivos bancos centrales después de tres años de comisión de servicios.

Según dicen los enterados, el IME cuenta con "centenares de candidatos" para los puestos importantes, principalmente procedentes de bancos centrales de la UE, pero no pueden ser seleccionados hasta después de haberse establecido los términos y las condiciones de los empleos.

Una de las cuestiones que se debe resolver es si los funcionarios no alemanes deberían recibir pluses especiales como incentivos para trabajar en Francfort, o si se deben adoptar otras formas de remuneración complementaria que no supongan discriminación alguna contra los alemanes. Lamfalussy deberá hacer un gran esfuerzo por conseguir unas condiciones de trabajo que le permitan poder contar con colaboradores de primera calidad.

Los bancos centrales europeos entienden que se debe ser muy restrictivo a la hora de elaborar el presupuesto del IME con el fin de evitar cualquier peligro de que puedan repetirse las extravagancias que se prodigaron con motivo de la instalación en Londres del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo.

En espera de ver cómo se desarrollan las cosas, Lamfalussy no puede contar con los altos cargos que han de dirigir los diferentes sub-comités que han de asumir la responsabilidad de llevar adelante la segunda fase de la unión económica y monetaria europea. El momento decisivo

para la vida del IME se presentará cuando el equipo que se designe haya asumido completamente las funciones que le corresponden en tal sentido y sea plenamente operativo, dentro de unos meses.

Aunque se prevén duras batallas, Lamfalussy tiene una cosa a su favor: se le pidió que ocupara el puesto de presidente del IME. En tanto en cuanto la mayoría de los países de la UE se hallen comprometidos con la unión económica y monetaria, tendrán un verdadero interés en asegurar que el Instituto represente un papel esencial en el proceso, incluso teniendo en cuenta que el Tratado de Maastricht es vago por lo que se refiere a la función exacta que le corresponde.

Bancos centrales: Independientes, responsables, solidarios.

(El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "Herald Tribune" de 4 de Enero. Su autor es Paul A. Volker, ex-presidente del Consejo de la Reserva Federal.⁽¹⁾)

Los bancos centrales se sienten en la actualidad sorprendentemente fuertes e influyentes. Me guardo muy bien de decir populares, palabra poco adecuada tratándose de instituciones que frecuentemente tienen que decir "no". No resulta difícil entender por qué Guido Carli, el exgobernador del Banco de Italia, tenía colgado detrás de su mesa de despacho un cuadro representando a San Sebastián, con todas esas flechas clavadas en su cuerpo.

Pero si no puede hablarse de popularidad, sí cabe aludir a un sentido de necesidad y de respeto, que en los años más recientes ha llevado a una buena docena de países importantes a modificar sus leyes, e incluso, a veces, sus constituciones, con el fin de proporcionar a sus bancos centrales un alto nivel de autonomía institucional. Y a parte de esto, muchos otros bancos centrales, de hecho si no de derecho, han conseguido hacer oír más fuerte su voz en materia de política monetaria, y también, frecuentemente, aumentar su influencia, en general, en materia de política económica.

Esa idea ha alcanzado su punto álgido en el nuevo sistema de banco central de la Comunidad Europea según el mismo es contemplado en el tratado de Maastricht. Todo el cambio que se ha producido en esta materia ha dado lugar, como nunca, posiblemente, había ocurrido, a debates sobre el verdadero papel que corresponde a los bancos centrales, sobre sus relaciones con sus gobiernos y con los otros bancos centrales, y sobre la adecuación de los instrumentos con que cuentan.

(1) Este artículo es una adaptación realizada por el "Herald Tribune" de la comunicación presentada por Paul Volker con ocasión del centenario del Banco de Italia.

Por mucho que, tanto yo como otros, celebremos la mayor autonomía y el mayor poder de decisión de los bancos centrales, debemos admitir que la independencia de un banco central no es un fin en sí misma. Por supuesto, no puede substituir la confianza que debe depositarse en los representantes elegidos y en los gobiernos constituidos por éstos. Además, la idea misma de subrayar una mayor independencia en un mundo financiero cada día más interdependiente constituye en cierto modo un contrasentido. Más allá de la consigna de independencia de un banco central debe quedar claro qué es lo que esta significa en el mundo actual y cuáles son sus limitaciones.

El control de la creación de dinero y de crédito, así como la supervisión e inspección de las instituciones financieras, constituyen una función pública. Tanto en mi país como en los otros no faltan los que sostienen que un banco central que no esté directamente controlado por representantes elegidos no es democrático. Ahora bien, esta crítica no concuerda con la esencia del mayor invento político de la civilización occidental que es la democracia constitucional.

Unos ciudadanos informados pueden asignar y asignan algunos de sus poderes soberanos a una autoridad debidamente constituida, en el bien entendido que esa delegación de autoridad puede ser retirada. En otras palabras, el ejercicio de importantes poderes de gobiernos depende en último término del soporte del cuerpo político, y la autoridad de un banco central formalmente independiente vendrá atemperada por lo que una opinión informada acepta como razonable en el marco de unos fines públicos convenidos.

Unos banqueros centrales enérgicos y dispuestos pueden y deben ser participantes activos en el debate público. Si resultan eficaces ampliarán su autoridad. Personalmente estoy convencido de que incluso el Bundesbank, el prototipo europeo de un banco central independiente, ha conservado su autonomía gracias a la sólida base del favor público.

En la esfera internacional, la cuestión de la adecuada coordinación entre las políticas económicas se plantea de manera ineludible en el área de los tipos de cambio, una materia que pocos gobiernos cederán del todo a sus bancos centrales. Pocos serán en mi lado del Atlántico los que no estén convencidos de que así debe ser, a la vista de la experiencia reciente de Europa, un resultado de la cual ha sido la interrupción del proceso de creación de una moneda única.

Cualquiera que sea el curso que los europeos decidan seguir sobre dicha cuestión, debe descartarse del todo -por no ser de este mundo- la idea de que cada banco central va a poder establecer y practicar libremente unas políticas económicas que no tengan en cuenta los programas y las políticas del resto de su gobierno y de los otros bancos centrales. Lo que la experiencia europea también ilustra es que la independencia de los bancos centrales no puede servir para eludir las consecuencias de una mala gestión fiscal u otras.

Estas consideraciones son relevantes para otros países, incluido el mío. Países económicamente importantes, menos expuestos, relativamente, al comercio exterior que las estrechamente vinculadas economías de la Europa occidental, pueden sentirse menos preocupados por los efectos que una política monetaria independiente puede tener sobre sus tipos de cambio. Pero incluso las grandes unidades económicas -Estados Unidos, Comunidad Europea, Japón- están

sujetas a distorsiones económicas cuando los tipos de cambio experimentan alteraciones importantes. Recuerden el fuerte dólar de principios de 1980, o el yen, más recientemente.

Si aludo a todos estos conocidos temas no es para sugerir que existen fórmulas simples, políticamente aceptables y económicamente eficaces para conciliar las estabilidades interior y exterior. En realidad, tales fórmulas no existen, como tampoco las hay para coordinar las políticas económicas internas. Lo que sí digo es que la amenaza de convulsiones en el mercado de cambios será menor en la medida en que las perspectivas de estabilización de los precios de cada uno de nuestros países puedan ser reforzadas, con lo que se reducirían las presiones especulativas y económicas sobre los tipos de cambio.

Algunos contemplan la política monetaria como una especie de proceso abstracto, presidido por algún tipo de sacerdocio especial imbuido de conceptos sobre la oferta monetaria y la inflación pero alejado del contacto con el mundo real de bancos y de mercados. Según este punto de vista, un banco central podría desviarse de su misión principal con su participación directa en la regulación y la supervisión de la banca, y entiende que si llegara a participar en éstas debería considerar estas tareas como secundarias.

Pero bancos centrales como el mío y como el Banco de Italia cuentan con una tradición diferente. Fueron creados más como consecuencia de la preocupación por la estabilidad bancaria que como resultado de ideas sobre la política monetaria tal como ésta es concebida en nuestros días. Por consiguiente, dichos bancos tiene la responsabilidad básica de supervisar el sistema bancario y, en cierta medida, también otros mercados financieros.

La política monetaria, por su propia naturaleza, opera a través del sistema bancario. Si este es frágil la estabilidad de la economía en su conjunto se resentirá, poniendo en peligro la gestión real de la política monetaria.

Lo que no está tan claro es en qué medida el sistema internacional ha resultado expuesto a nuevos riesgos de crisis. La combinación de mayor volatilidad de los mercados, interrelaciones progresivamente complejas entre instituciones financieras y mentalidad rebañil de los operadores financieros en un momento de presión y de incertidumbre puede resultar explosiva.

Los bancos centrales sienten un interés vivo y permanente por estas cuestiones y contribuyen al debate con una experiencia, un oficio y una objetividad únicos. En estas circunstancias, resulta absurdo que algunos quieran ahora debilitar la capacidad de los bancos centrales para intervenir en la superación de las preocupaciones presentes y en la determinación del sentido del cambio. A mi juicio, esas posiciones poco meditadas podrían ser consecuencia de algunas propuestas legislativas que se han presentado en Estados Unidos.

En un mundo turbulento, un banco central independiente simboliza la importancia que una sociedad confiere a la estabilidad financiera. La independencia proporciona el marco en el que el profesionalismo, la continuidad y la integridad pueden florecer. Un banco central fuerte ha hecho un gran servicio a Italia, y estoy seguro de que este seguirá cosechando éxitos en sus esfuerzos dirigidos a restaurar la estabilidad, y esto no sólo en la misma Italia sino también, en la medida que le corresponda, en Europa.

La irónica paradoja puede ser que, si todos los esfuerzos actuales acaban bien, no haya ocasión de celebrar un bicentenario dentro de cien años. La identidad del Banco de Italia, en efecto, podría para entonces haberse fundido en un todo europeo de mayores proporciones.

Bill Clinton, notable en Economía.

(Steven Pearlstein, en "Herald Tribune").

Un buen notable ("solid B") es lo que se merece en su primer curso.

Los profesores en Economía del país, reunidos en Boston entre semestres, han dado a Bill Clinton una buena calificación por la manera cómo ha dirigido la economía durante su primer año en el poder.

"La labor de la Administración no sólo fue sorprendentemente positiva. Fue muy buena". Así se expresó hace pocos días Rudiger Dornbusch, del MIT, ante la American Economic Association.

"Ha sido un buen semestre de primavera", declaró por su parte el premio Nobel Lawrence R. Klein, de la Universidad de Pensilvania. A su juicio, la Administración merecía por lo menos la mitad de esa puntuación total por el descenso de los tipos de interés a lo largo del pasado año y por dos ejercicios sucesivos de déficit presupuestarios reducidos.

La peor calificación para Clinton fue la de Martin S. Feldstein, de Harvard, antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos de Ronald Reagan. Su pronóstico es que la reducción del déficit programada por Clinton no superará la mitad de los 500 m.m. de dólares previstos para los próximos 5 años. Las subidas de los impuestos de los ricos -dijo Feldstein- les restará incentivos a éstos, llevándoles a ganar y a invertir menos, por lo que apenas se producirán aumentos de los ingresos de Hacienda.

Feldstein, conocido por su enérgica defensa de la libertad de mercado, reconoció que se encontraba en una posición embarazosa al expresar su opinión según la cual los mercados de acciones y de bonos se habían equivocado al responder tan positivamente como lo han hecho ante el plan económico de Clinton.

Por lo demás, Feldstein se encontró con una cerrada oposición de la Administración y de los economistas académicos cuando dijo que una tasa de paro del 5'1 por cien es la más próxima al pleno empleo a que se puede llegar en Estados Unidos sin ocasionar una nueva ola inflacionista. "En modo alguno podemos aceptar esto", le objetó Alan S. Blinder, uno de los miembros del Consejo de Asesores Económicos de Clinton. Según Blinder, "la tasa de paro podría descender cómodamente hasta el 5'5 por ciento sin desencadenar una nueva subida de precios".

Los representantes de la Administración han señalado ya que a su juicio los tipos de interés deberían permanecer donde están en un futuro previsible.

Fueron muchos los economistas que le dieron a Clinton una buena nota en inteligencia y en buenos propósitos. "Ha sabido dar al discurso económico una coherencia que no habíamos visto desde hacía mucho tiempo", dijo Stephen Cullemberg, de la Universidad de California, Riverdale.

Christine Doyle-Burke, de Framingham State College, Massachussetts, le dio a Clinton un sobresaliente por haber reconocido las diferencias cada día mayores entre ricos y pobres. Con todo, y al igual que otros muchos en el curso de las sesiones, expresó su desencanto por el hecho de que el presidente no haya estado en condiciones de hacer algo más por resolver dicho problema.

"Clinton ha hecho bastantes méritos con su contribución al aumento de la confianza en el mundo de los negocios y de los consumidores", dijo Dimitri Papadimitriou, del Bard College, de Nueva York. "Pero me habría gustado ver más actividad en el campo de la educación, de la formación profesional y de la inversión en infraestructuras físicas".

En general, Clinton obtuvo las mejores notas en materia de comercio y economía internacionales.

La economía norteamericana no tiene rivales.

(David Wessel, en "The Wall Street Journal Europe")

Cualesquiera que sean los datos que se utilicen, el resultado muestra que la economía norteamericana se halla en una situación muchísimo mejor que las de Japón y Alemania. Mientras la tasa de paro de Estados Unidos descendía el pasado mes hasta el 6'4%, el nivel más bajo de los últimos tres años, la de Alemania subía hasta el 8'1%. La expansión de la economía norteamericana fue probablemente del 4'5% el cuarto trimestre de 1993. La de la economía japonesa, casi con toda seguridad, resultó negativa en el mismo período. Con no poca razón, el Secretario del Tesoro, Lloyd Bentsen, pudo decir la semana pasada que "Estados Unidos es el líder económico del mundo, el motor del crecimiento".

¿Puede esto seguir siendo así cuando Alemania y Japón salgan de la recesión? Después de tanto hablar del déficit de Norteamérica, de la inversión insuficiente, de la cortedad de horizontes de sus empresas y de su atraso social, ¿resultará que la economía de Estados Unidos va a ser la envidia del mundo industrializado dentro de cinco años? La respuesta es sí.

Al igual que un atleta en baja forma, Norteamérica ha estado trabajando en el gimnasio durante los últimos dos años. Los resultados han sido positivos. Alemania y Japón han estado

pasando un mal rato por los efectos de una comida en exceso copiosa, y sólo ahora empiezan a pensar en la posibilidad de reanudar los entrenamientos.

En Estados Unidos, un sistema bancario que parecía tan deteriorado hace sólo un par de años aparece vigorizado con saneados beneficios e incrementos del capital. Los tipos de interés son los más bajos de las últimas décadas, resultado de una reducción del déficit y de las mejores perspectivas por lo que a la inflación se refiere. Los dinosaurios empresariales muestran una sorprendente disposición para el cambio. Debido tanto a las mejoras de la productividad como al lento crecimiento de los salarios, los industriales del país están adquiriendo una substancial ventaja frente a sus rivales extranjeros. Según cifras de Morgan Stanley, los trabajadores norteamericanos cuestan 16'70 dólares la hora (a los tipos de cambio actuales), mientras que los japoneses cuestan 19'30 y los alemanes 25'50. Las diferencias se reducirán, pero la ventaja de Norteamérica persistirá, casi con toda seguridad.

La condición de Japón llama ciertamente la atención, dado que este país era contemplado como un auténtico superstar económico. Pero resulta que mientras Estados Unidos erigía edificios para oficinas que no necesitaba, Japón construía más y más fábricas no se sabe muy bien para qué. Parece raro, pero la experiencia de Japón sugiere que un país puede llegar a invertir demasiado. Su dependencia de la exportación le ha llevado a una dura y creciente confrontación política con Estados Unidos, así como a una competencia económica con el resto de Asia, todo lo cual ha obligado a que los gigantes industriales japoneses hayan de pensar en la introducción de profundos cambios estratégicos y de todo tipo.

Japón está descubriendo también, como lo hizo antes Estados Unidos, que no es fácil estimular una economía con bajos tipos de interés cuando los bancos no están dispuestos a prestar y las empresas se resisten a pedir prestado. Una opción es la reducción de impuestos que estimule la demanda de los consumidores, pero se trata de una posibilidad poco apetecible para un conservador ministerio de hacienda. Todo hace pensar que la reducción de impuestos será insuficiente y que llegará tarde, con lo que se prolongará el letargo.

"Los alemanes plantean un problema mucho mayor", dice Stanley Fisher, antiguo primer economista del Banco Mundial. "Su sistema de seguridad social se ha salido de madre. Por otra parte, la equiparación de la zona oriental está resultando mucho más difícil de lo que todos pudimos imaginar". Como resultado de todo ello, Alemania se enfrenta con un futuro complicado, en el que el gobierno deberá reducir su déficit presupuestario y las empresas reestructurarse. ¿No es cierto que todo ello resulta familiar?

"A Alemania le sobra peso y tiene un nivel de salarios excesivo" ("is overweight and overpaid"), dice Rudiger Dornbusch, economista del MIT. La receta, muy desagradable, es ésta: los trabajadores alemanes han de trabajar más, ganar menos y pagar más impuestos. Todo esto no se consigue con facilidad. Al revés de lo que ocurre en Japón, en que apenas hay despidos pero donde las empresas mueven con facilidad sus efectivos en el interior de las mismas, los trabajadores alemanes han sido llevados a creer que merecen un puesto de trabajo específico en una planta concreta por los siglos de los siglos, y esto con períodos de vacaciones de seis semanas y los mayores salarios del mundo industrial.

Estados Unidos va también muy por delante de Japón y, sobre todo, de Alemania por lo que se refiere al proceso inevitable e ingrato de transferencia de trabajadores de la industria a los servicios, como lo prueba el hecho de que las fábricas de los dos últimos países empleen proporcionalmente casi tres veces más de mano de obra que las de Norteamérica.

Sería una locura confiar en cualquier estimación de lo que pueda ser la economía dentro de cinco años. A juicio de Fisher, lo más probable es que a Estados Unidos le saldrán mejor las cosas en los próximos 10 años que en los 15 precedentes, y que lo contrario ocurrirá en Japón y Alemania. "Pero pienso que dentro de cuatro años Norteamérica crecerá más lentamente por habitante que aquellos otros dos países. Esto mismo es lo que cree Walter Cadette, economista de Morgan Guarantee, según el cual Japón y Alemania saldrán de la recesión con un vigor parecido al de Estados Unidos en 1982.

La posibilidad de tropiezos no faltará en Norteamérica. El mercado de valores podría derrumbarse. La Reserva Federal podría asfixiar la recuperación antes de tiempo. El Congreso y el presidente podrían poner en marcha un sistema de seguro de enfermedad que acabara mal. Ahora bien, una vez dicho esto, dados los horizontes presentes, las perspectivas para Estados Unidos son mejores de lo que han sido desde hace años y, desde luego, mucho mejores que las de sus principales rivales.

En defensa de los reformadores rusos.

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "The Wall Street Journal Europe" de 31 Dic-1 Enero. Su autor es Jeffrey Sachs, profesor de Economía de la Universidad de Harvard y asesor del gobierno ruso.

El fenómeno más extraño que se ha producido tras las elecciones celebradas recientemente en Rusia han sido las manifestaciones de observadores occidentales en el sentido de culpar a los reformadores rusos del aumento del número de extremistas, tanto de la derecha como de la izquierda. Arthur Schlesinger Jr. constituye un caso típico en ese sentido cuando escribe en estas mismas páginas que "los entusiastas del cambio olvidan las lecciones de la historia cuando le dicen al gobierno ruso que adopte y establezca rápidamente un mercado incontrolado, sin prestar atención a los daños humanos que esto puede ocasionar. Al resucitar los males del capitalismo victoriano, los reformadores pueden estar preparando el terreno para un neo-fascismo".

En las dos últimas semanas, la mayoría de los ataques contra los reformistas rusos han procedido de los críticos del "libre mercado" de centro-izquierda. Con anterioridad, las críticas procedían de la derecha, cuyos portavoces atacaban a los reformadores porque rechazaban, v.g., un patrón oro. Tanto en un caso como en el otro, los críticos occidentales, situados lejos del teatro de acción, demuestran tener una visión surrealista de las circunstancias económicas y políticas de Rusia.

Los reformadores, en efecto, no han estado en condiciones de imponer un sistema económico, ya se trate de un New Deal como le gustaría a Schlesinger, ya de un "laissez-faire" de inspiración neo-victoriana. Los reformadores, por el contrario, han tenido que luchar en un ambiente inseguro, populista y frecuentemente corrupto políticamente, y sin contar con la oportuna ayuda de Occidente. Al mismo tiempo, el colapso económico, no debido a los reformistas, ha amenazado con hacer descarrilar todo el proceso de reforma. En estas circunstancias, cada uno de los pasos que se han dado ha requerido un enorme esfuerzo.

Mucho antes de que los reformistas ocuparan la escena, la antigua Unión Soviética había ya entrado en una fase de hiperinflación y de crisis económica. Décadas de militarización y de brutalización habían dejado la economía sin medios para subvenir a las necesidades humanas básicas. Existían aquí y allí millones de trabajadores de la industria pesada sin futuro alguno. Los recursos naturales habían sido expoliados. El colapso de la producción de petróleo, las enormes deudas exteriores contraídas por Mikhail Gorbachev y una política presupuestaria demagógica y carentes de sentido habían dejado al Estado en una situación de bancarrota.

Fué en esas condiciones cómo los reformadores de la economía alcanzaron algunos mandos del poder a últimos de 1991, cómo se enfrentaron con la hiperinflación y cómo empezaron a implantar los principios de una economía de mercado. Ahora bien, al revés de lo que ocurrió en la Europa del este, Rusia ha permanecido en un estado de revuelo revolucionario. No ha habido una reforma ordenada que pueda compararse, por ejemplo, a lo sucedido en Polonia, o en la República Checa, ni, por supuesto, ha existido un gobierno unificado dirigido por partidarios decididos del cambio, excepto, tal vez, en una breve etapa entre Enero y Junio de 1992.

A pesar de todo ello, gracias a su habilidad táctica y sus sutilezas, siempre bajo fuego enemigo, los reformadores han conseguido notables éxitos, pero no han logrado las reformas globales y sólidas que habrían conseguido en condiciones más favorables. Por todas estas razones es grotesco que se les culpe de la acentuación de las posiciones extremistas.

Arthur Schlesinger y otros críticos contemplan las horribles condiciones sociales en que Rusia se encuentra como el resultado de la política radicalmente capitalista aplicada por los reformistas. Ahora bien, si tales críticos se tomaran la molestia de analizar los discursos y los escritos de los reformadores verían con qué insistencia se refieren éstos a la necesidad de programas sociales, así como también, es cierto, cómo prodigan los llamamientos a Occidente para que colabore en la financiación de éstos.

Es verdad que los reformistas no han conseguido el objetivo de poner en marcha un plan sólidamente financiado y bien estructurado de ayudas sociales. Es posible que hubieran podido actuar mejor en la refriega política, pero la verdad es que sus adversarios del propio gobierno, además del Parlamento y del banco central, han mostrado una total indiferencia por las necesidades sociales reales. Para la vieja guardia comunista, lo único que ha contado han sido las subvenciones a las industrias de defensa y a las explotaciones agrícolas estatales. La oposición de dicha vieja guardia, el colapso financiero y la apatía occidental han hecho que los reformadores hayan carecido de los medios indispensables para la puesta en práctica de los adecuados programas sociales.

Piénsese en el entorno político en que han operado los reformadores de la economía. Durante 1993 hubo dos importantes reformistas en un gobierno de más de 100 personas. Esos dos líderes -el ministro de Hacienda, Boris Federov, y el ministro de Privatizaciones, Anatoli Chubais- son políticos de relieve e interlocutores tenaces que consiguieron llevar a cabo innovaciones a pesar de su aislamiento en el gabinete. El principal iniciador de las reformas económicas, Yegor Gaidar, se había visto obligado a abandonar su cargo a causa de la enemiga del ultraconservador Congreso del Pueblo a últimos de 1992 y sólo se reincorporó al gobierno en Septiembre de 1993, añadiéndose así una potente voz al minúsculo equipo reformista.

A lo largo de todo el año el gobierno ha sido presidido por el primer ministro Viktor Chernomyrdin, un hombre del aparato del partido de la época de Gorbachev que llegó al poder a últimos de 1992 como un compromiso entre Boris Yeltsin y el Congreso del Pueblo, después de que este consiguiera la exclusión de Gaidar. La actitud de Chernomyrdin ha sido favorable a la reforma en algunos casos y contraria a ella en otros.

El presidente del gobierno estuvo al lado de Federov cuando se trató de abortar iniciativas de gasto claramente inflacionistas, pero se opuso a él en varias ocasiones cruciales en que se trató de conseguir una estabilización efectiva. Chernomyrdin, por otra parte, se enfrentó asimismo repetidamente con Chubais, atacando el programa de privatizaciones, que tanto éxito ha estado teniendo.

Durante el año, el presidente Boris Yeltsin ha estado enormemente ocupado haciendo frente a los ataques de todo tipo que le ha dirigido un Parlamento de origen soviético; organizando y ganando, en Abril, un referéndum sobre su liderazgo y sobre la reforma económica; gestionando una serie compleja de problemas de política exterior; supervisando la elaboración de la nueva constitución; negociando con las inquietas repúblicas y regiones asociadas; calmando a un ejército insatisfecho y falta de recursos; enfrentándose con el Parlamento en Septiembre y, en fin, preparando y celebrando las elecciones de Diciembre. Yeltsin no ha tenido una intervención activa y directa en las cuestiones económicas, las cuales han quedado casi siempre en manos de un gobierno dividido. En este campo, el principal papel de Yeltsin ha consistido en defender la presencia de reformadores económicos en el gabinete, quienes, por lo demás, han debido librar solos sus propias batallas.

La reforma económica, así, se ha convertido en un combate político mano a mano y no una gran partida de ajedrez. Y la verdad es que los reformadores han actuado extraordinariamente bien. Más de 80.000 empresas han sido privatizadas estableciéndose así las bases para una clase media y unos empresarios de nuevo cuño-, y se ha emprendido la reestructuración auténtica de no pocas firmas. Los mercados funcionan, aunque a veces sólo de una manera rudimentaria. Las escaseces han sido en gran parte eliminadas. Y lo que es tal vez más importante, Federov ha podido evitar una hiperinflación que habría podido conducir al fracaso de la liberalización económica y política. Bajo la dirección de Federov, en efecto, la tasa de inflación mensual ha pasado de un amenazador 28% en enero a un "mero" 12% en Diciembre. Con una ayuda occidental real se habría podido conseguir todavía mucho más.

Sea como fuere, la situación económica sigue siendo confusa y nada tranquilizante para el ruso medio. Al igual que lo han hecho ilustres comentaristas occidentales, muchos rusos que

participaron en las recientes elecciones atribuyeron la elevada inflación y la inestabilidad a la reforma y no a la herencia del colapso comunista y a las rencillas políticas. Keynes tenía sin duda razón cuando hizo observar que la inflación "sitúa todas las fuerzas ocultas de la ley económica del lado de la destrucción, y lo hace de tal forma que ni un solo hombre entre un millón es capaz de diagnosticar". En último término, los reformadores fueron en buena parte contemplados como los políticos salientes, incluso teniendo en cuenta que se habían hecho cargo de una de las situaciones más difíciles del siglo sólo un par de años atrás y que nunca dispusieron del control total de los instrumentos de mando necesarios para actuar como ellos habrían deseado.

La tendencia a culpar a los reformadores y a las reformas resulta, en esas circunstancias, particularmente frustrante. Lo que debe subrayarse sobre este particular es en qué medida los observadores de la realidad rusa han sido incapaces de analizar lo que ocurre con las reformas que se llevan a cabo en otras partes. La cosa está clara a este respecto, y resulta del mayor interés observar cómo los países del Este europeo -algunos de ellos parte integrante de la antigua Unión Soviética- que han actuado con rapidez, promoviendo "big bangs" tan vilipendiados por Schlesinger y otros, han obtenido mucho mejores resultados que aquellos otros que optaron por el "gradualismo" o que han permanecido fieles a las inconsistencias de estilo ruso.

Los gradualistas ideológicos -como es el caso de Ucrania y Rumania- no han obtenido nada de sus Programas más "blandos".

Ucrania se halla en una situación de hiperinflación en la que los precios suben un 70% al mes. Los salarios son de alrededor de 5 dólares mensuales una vez convertidos al tipo de cambio del mercado negro. Las fábricas han de cerrar por falta de componentes. Los productos alimentarios básicos, en fin, han de ser racionados una vez más. Rumania sigue siendo el país con mayor inflación de Europa del este. Los reformadores radicales como Polonia, la República Checa y los Estados bálticos, en cambio, han conseguido dominar la inflación y empiezan a crecer. El caso de Polonia es particularmente notable, habiendo conseguido crecer este año un 5%. Incluso teniendo en cuenta que las elecciones, en Septiembre, fueron ganadas por una coalición de centro izquierda, Polonia sigue firmemente a favor de la reforma.

El curso futuro de Rusia dependerá del resultado de la lucha por el poder que están librando los reformadores, la vieja guardia conservadora y las crecientes fuerzas del extremismo político de la derecha y de la izquierda. Todo reside en saber si los reformadores conseguirán el poder para introducir cambios vigorosos y coherentes. Si Occidente ha de ayudar a Rusia a encontrar su camino hacia la democracia y hacia la economía de mercado, está claro que no lo conseguirá lanzando ataques contra los políticos y los economistas deseosos de crear un sistema político y económico normal (que incluya programas bien dotados de seguridad social). Deberíamos trabajar urgentemente con tales reformadores en la elaboración de un plan comprensivo de reforma apoyado por la ayuda de Occidente y susceptible de darle a Rusia una posibilidad real de ahuyentar la peligrosa crisis que le amenaza.

El nuevo gobierno ruso.

("Financial Times", edit.)

El primer ministro ruso, Viktor Chernomyrdin, insiste en decir que el nuevo gobierno "no abandonará el curso de la reforma económica, la cual será incluso intensificada". A esto se le llama desinformación, que es lo que el presidente Clinton obtuvo durante su visita reciente a Moscú. Lo que es seguro es que el nuevo gobierno no va a proporcionar una reforma coherente. Tampoco habrá coherencia en la reacción. Todo hace prever que lo que ofrecerá será la vía intermedia del caos.

El único reformista que ocupa un puesto importante en el nuevo gabinete es Anatoly Chubais, un viceprimer ministro encargado de las privatizaciones. Es poco lo que podrá conseguir un reformista aislado en un gobierno dominado por altos cargos del complejo militar-industrial. Yegor Gaidar y Boris Fyodorov se han ido.⁽¹⁾ Firmemente asentados, en cambio, están tales miembros del viejo aparato como Oleg Soskovetz -el primero de los viceprimer ministros- y Viktor Gerarshchenko, gobernador del banco central. Esto sin citar al propio primer ministro.

Por supuesto, éstos no son los peores de todos los posibles. No son xenófobos activos, por ejemplo. Pero carecen de todo programa coherente. En el mejor de los casos lo que harán será gestionar aceptablemente bien el declive. Y si las cosas van mal, lo que pueden provocar es una inflación desastrosa. Yeltsin puede haber disuelto el viejo Parlamento, pero lo que es asimismo cierto es que ha adoptado su política. Mientras tanto, los reaccionarios más radicales esperan en la banda.

La vieja Unión Soviética basaba su sistema de gobierno en la fuerza y en el fraude. Desprovisto de la fuerza, el nuevo gobierno intentará volver al fraude. Líderes de un país cuya moneda ha perdido el 90 por ciento de su valor en el pasado año, sostienen que no es prioritaria una inflación menor y muestran sus intenciones permitiendo que dos hombres con prestigio en Occidente como son Gaidar y Fyodorov se vayan. No puede así sorprender que el rublo se desplome en los mercados cambiarios. La hiperinflación está a la vista.

Hiperinflación es lo que Zhirinovski y sus congéneres fascistas deben estar deseando. Una vida económica normal, y aún una rápida y simple expansión de nuevas actividades socialmente eficaces, resultarán imposibles si aquella se produjera. La gente que vive de unos ingresos fijos quedará en la miseria. Comerciantes, especuladores y gangsters harán fortunas. El gobierno se verá obligado a establecer controles generales de precios. Las colas se extenderán alrededor de cada esquina y comerciantes, gangsters, grupos minoritarios, gobierno y presidente serán acusados como los causantes del caos.

(1) En un editorial publicado con ocasión de la renuncia de Yegor Gaidar, antes de la formación del nuevo gobierno ruso, "Le Monde" del día 18 decía lo siguiente: "Parece haber sonado la hora de Viktor Chernomyrdin. Elegido por Boris Yeltsin en Diciembre de 1992 -pero de una lista propuesta por los parlamentarios del Soviet Supremo- para sustituir precisamente a Yegor Gaidar, ese representante de la gran industria está particularmente bien visto por el presidente después de la fidelidad manifestada con ocasión de la rebelión de la 'Casa Blanca', en Octubre último. El primer ministro tendrá en adelante las manos libres para llevar a cabo la política 'centrista' que preconiza. Más unido y más homogéneo, el nuevo equipo deberá sin embargo definir e imponer esa mítica tercera vía que pretende ser a la vez reformista y social". (Nota del trad.)

Los reformadores serios han perdido esta batalla y pueden haber perdido también la guerra. Su única esperanza es hacer oposición, explicando al pueblo ruso por qué la expansión del crédito no irá acompañada del aumento de la producción como se ha prometido, sino de la inflación que detesta. Desgraciadamente, tales reformadores han sido saboteados en esta cuestión incluso por sus supuestos amigos occidentales. Ha resultado penoso escuchar cómo Strobe Talbot y Albert Gore, por ejemplo, expresaban sus críticas ignorantes de una imaginaria terapia de choque rusa. Cualquiera que crea que es de esto de lo que sufre la economía rusa, y no de lo contrario, demuestra que no sabe en absoluto lo que ha ocurrido en Rusia en los últimos ocho años y que conoce muy poco la experiencia de otros países.

Occidente deberá ahora explicarle al presidente ruso por qué no puede prestar su ayuda al programa que se ofrece. También tendrá que preparar su posible reacción ante el eventual colapso del poder del presidente Yeltsin. Y, finalmente, Occidente deberá aprender de sus errores.

Tal vez, pero sólo tal vez, se presente otra oportunidad. Ante esta posibilidad, Occidente deberá tener preparada una organización con la capacidad y el dinero necesarios para operar conjuntamente con un gobierno reformista. El objetivo del dinero será, principalmente, financiar el presupuesto sin necesidad de acudir a la máquina de hacer billetes.

Algunos, en occidente, objetarán que no hay dinero disponible o que éste apenas podría solucionar nada. Cualquiera de estas dos respuestas carece de sentido. Las sumas requeridas constituyen una pequeña fracción de los cientos de miles de millones de dólares que se gastan y se han gastado durante décadas enteras para defenderse de la Unión Soviética. El dinero habría mostrado al pueblo ruso que Occidente presta atención a sus problemas, que apoya a los reformadores de verdad, y no sólo de palabra, y que quiere aliviarlos en la difícil transición.

La negativa de los líderes occidentales a comprometerse seriamente con los reformadores rusos con la excusa de que resultaría muy caro o muy difícil constituyó una equivocación que puede resultar trágica. En una palabra, los líderes occidentales pueden haber cometido aquí un error comparable al del tratado de Versalles.

Nostalgia por Keynes.

El siguiente comentario de Michael Prowse sobre la obra "Keynes in the 1990s: Return to Economic Sanity", de Michael Steward (Penguin), apareció publicado en "Financial Times".

No se puede negar que 14 años de dirección económica conservadora han conducido a resultados decepcionantes. La severidad de la recesión de principios de los años 80 puede ser tal vez explicada por la inexperiencia de un gobierno recién llegado y por los numerosos problemas heredados de los laboristas. Con todo, los conservadores apenas pueden ofrecer excusas por los pobres resultados de los últimos años: déficit comerciales nunca vistos y tasas

de inflación de dos dígitos seguidos de una severa recesión, de un desempleo masivo, de un déficit público explosivo y de una salida humillante del Sistema Monetario Europeo.

Dos son las maneras de reaccionar ante tal cúmulo de desgracias. La conclusión de Michael Steward es que los fracasos económicos son a veces inevitables. Hicieran lo que hicieran, los gobiernos conservadores estaban condenados porque su política estaba basada en una concepción equivocada de la forma cómo las economías modernas funcionan. El error fundamental fue la vuelta a la atávica fe decimonónica en la eficacia de las fuerzas del mercado.

Esta fue la locura máxima, dice Steward, porque ya en los años 30 John Maynard Keynes había mostrado, más allá de toda duda razonable, que las economías de mercado no cuentan con los medios para autoestabilizarse. Los gobiernos deben controlar activamente la demanda y el instrumento más eficaz para hacerlo es la política fiscal. No puede esperarse, por otra parte, que la desregulación y la privatización produzcan grandes efectos del lado de la oferta. Si la productividad ha de mejorar, Gran Bretaña debe incrementar substancialmente la inversión pública y expandir las provisiones para la mejora de la formación profesional.

La oportunidad del libro de Steward es indudable. El desencanto del público por la política de orientación liberal es cada día mayor. Por esto Financial Times publicó recientemente un editorial titulado "Monetarismo en retirada". Muchos lectores encontrarán persuasivos los argumentos de Steward. Después de leer la resucitada crítica de Keynes de la economía clásica serán muchos los que pensarán que, por fin, han entendido qué es lo que fue mal en los años 80.

Pero hay una segunda interpretación de acontecimientos recientes que Steward no considera. El caso es, en efecto, que la filosofía económica que había detrás de las políticas conservadoras era, en general, correcta, y que fue la forma de aplicarla lo que dejó mucho que desear.

El fallo más serio de los años 80 se produjo en el campo de la macroeconomía. Los ministros permitieron que la demanda superara a la oferta a finales de los 80, lo que llevó a la reaparición de la inflación y, en definitiva, a una recesión innecesariamente pronunciada. Pero este error fue en gran parte debido a desacuerdos en el seno del gabinete. Si Lord Lawson o Lady Thatcher hubieran podido seguir sus convicciones, los resultados habrían sido mejores. Si Lawson hubiera podido introducir la libra en el SME en 1985, Gran Bretaña habría contado con una áncora que la protegiera frente a la inflación antes de enfrentarse con las tormentas de últimos de los 80. O bien, si Alan Walters hubiera sido ministro de Hacienda, la política monetaria interna habría sido contraída con anterioridad, con lo que habría conseguido el mismo resultado con medios distintos.

La curiosa apreciación de Steward de que un mayor activismo fiscal habría resultado positivo parece basarse en su opinión según la cual la economía keynesiana estuvo en el origen y fue la causa de la "edad de oro" de rápido crecimiento de los años 1940 y tantos y principios de los 70. Pero ésta, para empezar, es una conclusión simplista. El comportamiento de la economía británica no fue nada brillante, en dicha etapa, en comparación con lo sucedido en Alemania y Japón, países en los que las doctrinas keynesianas eran contempladas con un mayor

escepticismo. Por otra parte, fueron muchos los factores que llevaron entonces a la expansión global. Entre ellos pueden citarse la necesaria reconstrucción de después de la Segunda Guerra Mundial, el crecimiento del comercio mundial tras la autarquía de los años 30 y el incremento secular del gasto público a medida que fue extendiéndose la idea del Estado asistencial. Todo ello proporcionó un impulso tremendo, que en ningún caso habría podido mantenerse indefinidamente. En cualquier caso, el precio de todo ello, en términos de persistente subida de la inflación, se hizo evidente ya a comienzos de los años 70.

¿Habrían los keynesianos dirigido juiciosamente la política fiscal la pasada década? No parece probable. Vistas las cosas con perspectiva, se observa que la política fiscal era demasiado laxa a últimos de los 80, pero pocos fueron los keynesianos -si es que hubo alguno- que abogó por reducciones del gasto público o por unos substanciales incrementos de la fiscalidad. Por otro lado, keynesianos eran los que pedían un estímulo fiscal a principios de los años 80, cuando este no era necesario. Dada la siempre presente presión a favor de un aumento del gasto público, tal estímulo podría haber llevado a una década de déficit de estilo italiano, e incluso a unos mayores problemas fiscales estructurales.

La nostalgia de Steward por los años anteriores a Thatcher está igualmente fuera de lugar. ¿Cree realmente que Gran Bretaña obtendría hoy mejores resultados en un marco operativo como el de los años 70? Ese marco incluía una categoría superior para el impuesto personal del 98 por ciento; el control burocrático de los precios, de los salarios, de los dividendos y de las transacciones cambiarias exteriores; la nacionalización de amplios sectores industriales y, en fin, un conjunto de privilegios legales para los sindicatos.

El tránsito hacia una mayor dependencia de las fuerzas del mercado fue un fenómeno de ámbito global. En la pasada década, la mayoría de los países industrializados llevaron a cabo políticas similares a las de Gran Bretaña. La tendencia a reducir el crecimiento del gasto público fue general, como lo fue el deseo de mejorar los incentivos a través de la reducción de impuestos y de la desregulación industrial. Si los laboristas hubieran seguido en el poder también ellos se habrían visto impelidos a seguir esas mismas políticas. De hecho, no se olvide, una gran parte del thatcherismo no fue más que un embellecimiento de las actuaciones iniciadas por Denis Healey a últimos de los años 70.

Los argumentos filosóficos de Steward, desgraciadamente, están mal encarrilados. Las teorías de Keynes son sin duda ingeniosas. Pero no está en absoluto claro que supusieran una refutación convincente de la economía clásica. La política fiscal puede ser ocasionalmente importante, pero, a largo plazo, más decisivos han de resultar para el crecimiento la propensión de los individuos a trabajar y a ahorrar, así como su predisposición a aceptar los cambios económicos necesarios.

Pocos libros recientes han ridiculizado con mayor eficacia a ministros de Hacienda conservadores. Ahora bien, tratándose de una obra de una figura importante de la facultad de ciencias económicas ("economics don") de la Universidad de Londres, el libro es irresponsablemente tendencioso ("one-sided").

El modelo alemán sigue vivo.

El artículo que se transcribe a continuación, de Eric Le Boucher, apareció publicado en "Le Monde" de 21 de Diciembre.

En los tiempos duros que corren, he ahí que alguien se atreve a hacer un pronóstico que quiere ser "optimista": Alemania conseguirá salir de la crisis profunda que atraviesa conservando su "modelo" de economía social de mercado. Por supuesto, necesitará adaptarse en el proceso y deberá renunciar a cómodos hábitos. Pero podrá conservar lo esencial, esto es, la facultad de producir artículos de primera calidad con unos buenos salarios.

A pesar de la globalización de los intercambios y de la tecnología, la República Federal ha de poder demostrar que todavía es y que seguirá siendo posible casar lo económico y lo social en el mundo moderno. En Francia, la opinión y la clase política parecen ponerlo en duda últimamente, de lo que se originan tentaciones proteccionistas. En Alemania sigue creyéndose que la revisión del modelo "renano" es sólo parcial.

A priori nada parece confirmar ese optimismo. Con la agudeza que le caracteriza, Helmut Schmidt resume así las cuentas de la nación alemana: los gravámenes obligatorios alcanzan el 54% del producto interior bruto; los déficit públicos equivalen al 7% del mismo PIB; la balanza de pagos es negativa; el desempleo aumenta. "Alemania no tiene ya crecimiento, ni estabilidad de precios, ni capacidad para crear empleo, ni excedentes exteriores". Richard von Weizsacker, presidente de la República, que exhorta a sus compatriotas a que salgan de su "inmovilismo", añade que la degradación es general. La industria padece una crisis de costes; el mundo del trabajo, una crisis de empleo; la política, una crisis de credibilidad, y la sociedad, una crisis de dirección.

En este contexto debe reconocerse, con los críticos del modelo, que los cuatro pilares del mismo se ven atacados en su misma base y que les cuesta mantenerse de pie. ¿Prioridad industrial? Alemania es el único país occidental que creó puestos de trabajo industriales en los años 80: medio millón. Pero el caso es que los años más recientes habrán servido para anular tan bello resultado. Los grupos alemanes, que se habían dormido en sus laureles, han puesto en marcha programas de mejora de la productividad que van a perdurar. La patria de las ciencias y de las técnicas, desde la química hasta el automóvil, resultará con ello "tercerizada" y, en parte, banalizada. Según cálculos del Dresdner Bank, en el año 2000 el sector privado no representará más que el 32'5% del valor añadido, frente al 38'1%, todavía, el año pasado. La industria perderá 850.000 empleos mientras que los servicios aumentarán sus efectivos en 820.000.

¿Integración industrial? Los suministradores de Volkswagen compran alemán. Volkswagen compra alemán (en un 95%). El consumidor compra alemán. Y esto porque todo el mundo a lo largo de la cadena transmisora es fiel. Porque se considera, en general, que lo alemán es lo mejor en lo industrial (aunque no en lo alimentario). Pero cuidado: Ignacio López ha sido contratado para poner fin a esta política de compras, y esto porque es la causa de sobrecostes considera-

bles. La internacionalización de los grupos alemanes hace estallar esta "integración germano-germánica".

¿La Hausbank? Los bancos alemanes son propietarios de una parte del capital de las empresas de las que administran las cuentas. Esto crea otra forma de solidaridad que vincula a largo plazo el sector financiero con el sector productivo. Ahora bien, resulta que hay otras inversiones, en especial financieras, que son más rentables. La exigencia de la rentabilidad actúa fuertemente contra esas relaciones bancaindustria, calificadas de incestuosas por los críticos. Además, la modernización financiera mundial hace que se vayan superando, una tras otra, las particularidades alemanes. Así, Daimler, para poder cotizar en Wall Street, debe aceptar una parte de las normas contables norteamericanas, y el Bundesbank no puede hacer gran cosa contra la introducción de innovaciones "made in America" en el Mercado de Frankfurt. La consecuencia de todo ello es siempre que la rentabilidad a corto plazo tiende a imponerse.

¿El consenso social? Aquí, el retroceso es conocido. La salida de la "crisis de costes" conduce al gobierno a un recorte de los gastos sociales y al patronato a una reducción de los salarios. La Federación de la Industria ha roto las convenciones sociales de 1993 por vez primera después de la guerra. Todas las empresas han adoptado una consigna. Todas desean, en efecto, un "Nullrunde" para 1994, es decir, que los salarios no aumenten. El asalariado alemán ha sido advertido por todos los economistas de que sus retribuciones deberán permanecer inmóviles, o incluso bajar, durante varios años. El modelo alemán no funciona ya como un juego con resultados invariablemente positivos, en el que todo el mundo, empresarios y asalariados, salía ganando. Los conflictos de distribución parecen inevitables.

Sin embargo, ningún alemán pierde la confianza. Si bien la gravedad de la crisis estructural es admitida por todo el mundo, el modelo socio-liberal no es condenado. Al contrario. Cuando, en Francia, se habla de la necesidad de "cambiarlo todo" (la productividad, el trabajo, el comercio mundial), Alemania afirma la necesidad de "adaptarse". Cada uno de los pilares es objeto de trabajos de consolidación más o menos convincentes. Los bancos, por ejemplo, se niegan a abandonar su papel de "Hausbank" y resisten la americanización. Las empresas refuerzan sus razonamientos a largo plazo. Los sindicatos muestran en la práctica una gran comprensión. El gobierno reactiva la política de investigación y desarrollo. Pero lo esencial está en otros sitios.

El optimismo a propósito del modelo alemán descansa sobre el hecho siguiente: las grandes líneas de la nueva economía mundial le son más bien favorables. ¿El mundo se perfila más tecnológico? Esto significa que los costes pierden importancia y que lo fundamental es un alto nivel de educación. ¿Se impone el libre comercio? Alemania está es medio, entre el Este y el Oeste. ¿La creatividad y la calidad substituirán la producción masiva? Alemania es el reino de las pequeñas y medianas empresas (el "Mittelstand"), en el que la calidad es una segunda naturaleza. ¿Las nuevas organizaciones capitalistas adquieren la forma de redes de empresas aliadas? Alemania encontrará ahí la manera de utilizar mejor sus "solidaridades" interindustriales. ¿Europa será federal, presidida por la descentralización? Alemania es un país sin centro geográfico ni económico, en el que el federalismo es tan viejo como el país mismo.

Francia encontrará difícil salir de su centralismo generalizado y de su afición por los poderes piramidales. Los países anglosajones se ven limitados por una mano de obra poco cualificada. A Japón le falta el individualismo creador. Alemania ha de llegar a ser más flexible, más innovadora, menos cara. Esto no es fácil. Es más, es difícil en muchos aspectos. Pero no tiene necesidad de revisiones desgarradoras.

La caída de Banesto.

("The Economist", edit.)

Cuando los bancos caen ("fail") tienden a hacerlo con rapidez. Banesto no ha sido una excepción. Después de varios meses durante los cuales el banco, con problemas desde hace tiempo, parecía que se estaba recuperando, el precio de sus acciones empezó a descender aceleradamente, lo que dio lugar a que los depositantes, llevados por el pánico, empezaran a retirar sus depósitos. El 28 de Diciembre el Banco de España detuvo el proceso de deterioro cesando a los altos directivos de Banesto, designando a otros nuevos y garantizando la liquidez de la entidad. Todo ello no pudo dejar de afectar considerablemente la reputación de J.P. Morgan, un banco de inversión norteamericano que había invertido en Banesto abundante asesoramiento y un poco de su propio dinero, además de un importe considerable del de otros. Desde el momento en que la confianza había desaparecido, el banco central, probablemente, no tuvo más remedio que actuar. Pero aún así, el episodio plantea tres cuestiones embarazosas.

La primera de ellas se refiere a la supervisión del Banco de España en los meses que precedieron al colapso. Aquel sabía desde hace tiempo que las dificultades de Banesto eran serias. En Marzo de 1992, por ejemplo, empezó una auditoría de los grandes créditos concedidos por el banco (los cuales eran relativamente pocos), llegando a la conclusión de que su valor era mucho menor que el que figuraba en los libros. A medida que la situación de Banesto fue empeorando a lo largo del pasado año, el banco central le abrió primero una línea de crédito y a continuación investigó los préstamos de importe medio, para analizar finalmente los más pequeños. Cuando, paralelamente, se valoraron las obligaciones derivadas de las pensiones ("pensión liabilities") y el importe de sus participaciones accionariales en empresas industriales, el banco central descubrió que existía un enorme agujero en el capital de Banesto.

No es nada extraño que las autoridades se lo piensen dos veces ("to dither") antes de tomar las riendas de un gran banco. Con todo, en este caso, jugaba un factor importante. Las relaciones del Banco de España con Banesto, y en especial con Mario Conde, su vistoso ("flamboyant") presidente, estaban aderezadas por un recelo mutuo. Con todo, el caso es que el banco central tardó demasiado en entrar a fondo en los asuntos de Banesto. ¿Por qué? Su principal razón fue que J.P. Morgan le estaba confiriendo a Banesto una credibilidad vital. Fue un error confiar en esto, de la misma forma que constituyó una equivocación, hace ya algún tiempo, que autoridades británicas confiaran en el apoyo que Abu Dhabi dio al Bank of Credit and Commerce International. La presencia de una entidad exterior de prestigio o rica no debería

dar lugar a que una autoridad bajara la guardia. Y lo que fue tal vez peor, incluso cuando el Banco de España fue convenciéndose de que Banesto no tenía viabilidad, no hizo nada por evitar que Morgan persuadiera a nuevos inversores para que creyeran lo contrario.

La segunda cuestión es si el sistema bancario y financiero español es todo lo transparente que debiera para los extraños. Morgan sabía que su vinculación con Banesto era arriesgada, pero sus altos directivos creyeron hasta el final que el banco podía ser salvado. ¿A qué se debe tamaño error? Error o, tal vez, buenos deseos ("wishful thinking"). Lo más probable es que ni Conde ni el Banco de España le proporcionaron a Morgan un cuadro completo de la situación. Hay profundas discrepancias entre lo que el banco central dice que sabía de Banesto y lo que se le había notificado a Morgan -accionista con un puesto en el consejo- según asegura éste. Las dos entidades discrepan a propósito del importe del agujero en el capital de Banesto. Si resulta que Morgan fue engañado o, simplemente, dejado de lado, otros inversores podrían perder fe en España.

La tercera cuestión se refiere a la enorme cartera de participaciones industriales de Banesto. Su valor decreciente exacerba las dificultades del banco cuando sus cuentas crediticias empezaron a presentar tal aspecto, un problema, por cierto, muy común en Japón. En diversas ocasiones Banesto aplazó la flotación de algunas de sus empresas participadas, o de todas ellas, lo que intranquilizó a unos inversores ansiosos de ver que el banco atraía capital fresco. Sigue sin estar claro por qué las autoridades permitieron que Banesto invirtiera de esta forma. La adquisición de grandes participaciones industriales puede resultar peligrosa para los bancos, en especial en lugares donde no es rara la intromisión de los gobiernos. Dado que las acciones son mucho más volátiles que los préstamos bancarios no líquidos ("illiquid"), su posesión puede aumentar los riesgos del banco. Esta es la razón de que en Alemania, por ejemplo, tales activos sean contemplados como inversiones a muy largo plazo.

A ese respecto, Banesto puede constituir un caso que merece ser tenido muy en cuenta por los inversores y por las autoridades de otros países. Por ejemplo, en Francia, país en el que los bancos detienen grandes fortunas en forma de participaciones industriales, o en Italia, donde los bancos fueron autorizados recientemente a tenerlas. Tales activos pueden venir muy bien cuando los tiempos son buenos. Ahora bien, cuando llega el momento del rescate de un banco que se hunde, dichas participaciones se convierten en un lastre peligroso.

Los precios agrícolas después de Ronda Uruguay.

(Deborah Hargreaves, en "*Financial Times*").

El acuerdo agrícola del GATT, y a pesar del esperado incremento de la producción a que dé lugar, podría conducir a un aumento del 10% de los precios mundiales de los productos agrarios al suprimir subvenciones a la exportación de los mismos.

Las subvenciones a la exportación en Estados Unidos y en la Unión Europea deprimieron los precios mundiales en los últimos años. El acuerdo conseguido en la Ronda Uruguay significará, en el período 1995-2000, la desaparición del 50 millones de toneladas de trigo subvencionado de los mercados mundiales, en un proceso que supondrá un cambio substancial del mercado de trigo, el cual, de estar dominado por las subvenciones, pasará a ser casi libre.

Las reducciones de las ayudas a la agricultura representarán, por otra parte, la desaparición de importantes distorsiones en el comercio internacional de productos de la agricultura. El acuerdo a que se ha llegado ahora supone, en efecto, una mayor apertura de los mercados mundiales en la medida en que convierte las barreras a la importación de productos agrarios en aranceles, los cuales son seguidamente reducidos.

Además, la inclusión de la agricultura en la Ronda Uruguay somete por vez primera los productos agrarios a un conjunto de normas internacionales. También establece unos precedentes valiosos de cara a futuras negociaciones sobre intercambios agrícolas. Los aranceles, por ejemplo, serán más fáciles de reducir que los obstáculos no arancelarios.

Por supuesto, muchos de los análisis que se hacen sobre los efectos del acuerdo agrícola se basan en meras hipótesis. Sin embargo, son muchos los economistas que creen que los precios mundiales subirán en la medida en que las subvenciones vayan desapareciendo. "Los precios mundiales presentes representan los costes de producción menos la media de las subvenciones de Estados Unidos y de la Unión Europea. Al bajar éstas, los precios subirán", dice Brian Gardner, director de EPA Associates, la firma consultora, con sede en Bruselas, especializada en productos agrícolas.

Los que más ganarán con el acuerdo serán los agricultores de Australia, Argentina y, en menor medida, Nueva Zelanda -entre los componentes del llamado "Cairns group" de países negociadores- los cuales pueden producir más de lo que lo han hecho hasta ahora y que en el futuro tendrán más posibilidades de acceso a mercados que hasta ahora habían permanecido cerrados. Australia estima que sus exportaciones agrícolas se incrementarán en más de mil millones de dólares.

Esos exportadores no tienen por qué contemplar como objetivos a Estados Unidos y Europa, toda vez que los países no tiene obligación de garantizar más que un máximo del 5 por ciento de su mercado para un producto determinado. Ahora bien, aquellos países exportadores si podrán esperar vender mucho más a otros grandes mercados, como Rusia y China, que hasta ahora han sido abastecidos con productos subvencionados procedentes de Estados Unidos y de la Unión Europea.

El valor de las exportaciones subvencionadas debe ser reducido a lo largo de seis años -según los términos del acuerdo de Blair House, tan discutido- en un 36 por ciento por debajo de las cifras de los años 1986-1990. En volumen, la reducción ha de ser del 21 por ciento.

Esas son las provisiones que estuvieron a punto de hacer fracasar el acuerdo en su conjunto, cuando el gobierno de Francia pidió modificaciones ante el temor de que sus exportadores perdieran mercados de exportación. Como consecuencia de ello, el acuerdo de Blair House fue

alterado ligeramente con objeto de retrasar las reducciones más substanciales de las subvenciones hasta los últimos años previstos.

Sin embargo, Europa ha conseguido preservar los pagos directos a los agricultores como compensación por los menores precios. Aunque las ayudas a los agricultores han de ser reducidas en un 20 por ciento, en los países desarrollados, a lo largo de la vida del acuerdo (en un 13'5 por ciento en los países en vías de desarrollo), la Unión Europea consiguió algunas excepciones para algunos pagos directos. Esto significa que los agricultores podrán seguir cobrando por producir menos y por reajustes estructurales, todo lo cual forma parte importante de la reforma de la Política Agraria Común.

El sector agrícola de la Unión Europea ver disminuir sus ingresos a corto plazo, si bien esto puede ser atribuido más a la reforma de la PAC que al acuerdo del GATT. A largo plazo, los agricultores comunitarios pueden resarcirse de las reducciones de sus artificialmente elevados precios incrementando la producción o mejorando la productividad.

Por otra parte, el establecimiento de aranceles a la importación en el lugar que ocupaban los obstáculos no arancelarios les proporcionará a los agricultores europeos una protección mayor de la que han disfrutado hasta ahora. Ahora bien, dichos aranceles han de ser reducidos en un 36% a lo largo de seis años (el 24%, en un período de 10 años, en el caso de los países en vías de desarrollo).

El tema agrícola ha dado lugar a una gran controversia en Japón, dado que Tokio tenía establecida la prohibición de importar arroz. Se trataba de un obstáculo no arancelario que va a ser difícil transformar en un gravamen monetario.

Los expansivos efectos del acuerdo conseguido en el GATT supondrán probablemente un incremento de las rentas de muchos países, lo que se traducirá en una subida de la demanda de productos agrícolas. También esto debería dar lugar a un aumento de los precios de los alimentos.

La nueva situación podría resultar perjudicial para los países en vías de desarrollo que dependen en buena parte de la importación. Teniendo esto en cuenta el acuerdo prevé planes para una mayor ayuda alimentaria, así como programas de desarrollo agrícola para los países que resulten más afectados.

El acuerdo sobre dumping resultó decisivo en la Ronda Uruguay.

(David Dodwell, en "Financial Times").

La decisión, por parte de Estados Unidos, de retirar las propuestas que había hecho en el sentido de que el GATT dejara un buen margen de libertad a los países para la denuncia y

penalización de casos de dumping, supuso un paso decisivo en la resolución de la Ronda Uruguay. La renuncia de Norteamérica a obtener plena satisfacción en esta materia significó, en efecto, que había llegado la hora de sacrificar intereses importantes en aras del acuerdo final.

Sólo entonces se dieron cuenta los negociadores de que podían hallarse soluciones para algunas cuestiones consideradas hasta entonces como intratables, como era, por supuesto, el caso de las reivindicaciones anti-dumping. A partir de aquí? pudo pensarse que también otras cuestiones difíciles podrían superarse. Y así fue, efectivamente.

El nuevo acuerdo supone una mayor claridad y unas normas más precisas para decidir si un producto es vendido o no a precios de dumping. El acuerdo proporciona unos criterios bien definidos para saber cuándo se produce daño y cómo se han de llevar a cabo las investigaciones correspondientes. Además, el acuerdo establece cuánto tiempo han de permanecer en vigor los eventuales derechos anti-dumping.

Al enumerar los requisitos que se han de reunir para que se produzca un caso de dumping, el acuerdo establece nuevas normas para comparar el precio normal de un producto con el precio de exportación del mismo. El objetivo es limitar la práctica arbitraria de apreciar o de acentuar unas diferencias de precios que pueden no ser reales.

Entre las nuevas reglas de procedimiento debe señalarse que las partes interesadas tendrán más fácil que en el pasado la presentación de pruebas en defensa de sus respectivas posiciones. Por otra parte, los resultados de las investigaciones, en casos de expedientes anti-dumping, irán siendo notificados a las partes interesadas con prontitud y detalladamente. Esto se ha dispuesto así como respuesta a las quejas de que los jurados del GATT eran en exceso reservados y de que nunca revelaban cómo llegaban a sus conclusiones.

Los sindicatos de trabajadores, al igual que las empresas, podrán presentar denuncias de dumping ante las respectivas autoridades.

Con todo, las investigaciones terminarán inmediatamente si se descubre que la existencia de dumping es debida a una diferencia de precios "mínima", es decir, inferior al 2 por ciento del precio de exportación del producto de que se trate, o bien si el volumen de los productos vendidos a precios de dumping es insignificante (en general, cuando dicho volumen suponga menos del 3 por ciento de las importaciones del producto en cuestión).

Los jurados del GATT creados para examinar los resultados de una investigación de dumping no estarán autorizados a reexaminar las circunstancias del caso -a lo que se oponían terminantemente los norteamericanos- pero sí podrán analizar cómo el caso fue tramitado en el país que hizo la investigación.

En cuanto a los cambios pedidos por Estados Unidos por lo que al borrador del acuerdo sobre el dumping se refiere, los negociadores norteamericanos podrán decirles a sus audiencias internas que han conseguido ver aceptadas ocho de las once peticiones presentadas. Su mayor "victoria" habrá sido el acuerdo sobre el alcance que ha de tener la reconsideración del caso por parte de los jurados del GATT. Estos, como queda dicho, se limitarán a examinar la forma cómo

la tramitación fue llevada a cabo, pero sin que les quepa la posibilidad de analizar los hechos desvelados durante la investigación.

Los que se oponían a las propuestas de Estados Unidos encontrarán positivo que se rechazaran las peticiones de unas normas más severas destinadas a vigilar posibles maneras de burlar el dumping, así como también la cláusula por la cual un derecho anti-dumping expirará automáticamente después de un determinado período de tiempo.

Así, pues, Estados Unidos no podrá mantener unos determinados derechos anti-dumping indefinidamente. Más del 10 por ciento de los derechos anti-dumping establecidos en Norteamérica han estado en vigor más de 20 años.

"La lectura de este acuerdo resultará enormemente complicada", ha dicho uno de los que intervinieron en la negociación del mismo. El texto será el mismo para todo el mundo, pero las interpretaciones diferirán según convenga en cada caso y en cada país. Sea como fuere, y como señalaba el mismo negociador, "el compromiso alcanzado es menos ambiguo que las propuestas originales norteamericanas".

Para los negociadores del GATT, dicho compromiso es histórico. "Todas las decisiones anteriores en este campo habían debido ser impuestas a países en profundo e irreconciliable desacuerdo. Este es el primer texto sobre el que ha recaído acuerdo en materia de dumping".

Paul Claudel, economista.

Se transcribe a continuación el comentario que Pierre Drouin hace en "Le Monde" de 4 de Enero sobre el libro "La Crise. Correspondance diplomatique, Amérique, 1927-1932", de Paul Claudel, con un prefacio de Erik Izraelewicz.

1929. Estalla en Wall Street, en Octubre, la mayor crisis económica del mundo industrial. Paul Claudel está corrigiendo sin duda las galeras de "Soulie de Satin", que será publicado unos meses más tarde en París. Pero Claudel es también embajador en Washington desde hace más de dos años y da cuenta regularmente a sus superiores del desarrollo de la situación. ¿Era necesario publicar esta correspondencia diplomática? Después de haberla leído debemos felicitar a los que han hecho posible que esos textos hayan sido exhumados.

Por supuesto, sería ridículo buscar en los telegramas de Claudel rastros de su genio poético. Aristide Briand, su ministro, no le pedía literatura. Con todo, los despachos oficiales, claros y austeros, resultan apasionantes por dos razones: primero, porque permiten ver hasta qué punto Claudel había previsto el cataclismo que se acercaba, y, segundo, porque los juicios que proporcionaba sobre la economía de Estados Unidos pueden ser utilizados como elemento de reflexión para valorar la situación que el mundo vive hoy.

No se trata de que actualmente deba temerse lo peor, como así lo subraya Erik Izraelewicz en su prefacio. Ahora disponemos de "estabilizadores" (indemnizaciones de paro, seguridad social, pensiones, subvenciones de diverso orden) y de los oportunos conciertos internacionales. Pero los indicios de virus proteccionista aparecen cada día aquí y allá, y no se debe olvidar que la respuesta proteccionista ante la crisis fue una de las causas de la segunda guerra mundial.

Lo que llama poderosamente la atención en esta correspondencia de Claudel es, por una parte, la calidad de la observación económica y, por otra, la modestia. Las cartas importantes a su ministro se componen en general de tres fases: análisis de los hechos, juicio personal y opinión de expertos o de periodistas de renombre. Cuando el embajador no se siente fuerte en alguna cuestión, se limita a citar lo que piensa la gente del oficio.

Desde el 30 de Mayo de 1928 Paul Claudel se manifiesta tan sorprendido "por la prosperidad inaudita de que disfrutaban los Estados Unidos" como por algunos puntos oscuros que el embajador detecta: marasmo en la agricultura, hastio del "modelo T" de Ford, coste de la prohibición, abusos de las ventas a crédito, desequilibrio financiero. Esto es lo que escribe: "Si en Norteamérica se produjera una crisis, las ventas de títulos que resultarían de ello, dado el temperamento especulativo que existe aquí, serían una catástrofe para el mundo entero.

Toda su carta de 4 de Diciembre de 1928 está dedicada a la especulación en Wall Street, activada por la reelección triunfal de Herbert Hoover, "que ha supuesto un incremento increíble de las ventas, hasta convertirlas en un verdadero torbellino". Tres días más tarde, sin embargo, observa que el Federal Reserve Bank dispone todavía de los medios con los que restablecer la estabilidad. La elevación del precio del dinero al 12% ha dado lugar a un descenso de las cotizaciones. Pero será la "ilusión de la prosperidad" (Paul Claudel insiste repetidamente en la utilización de este término) la que prevalecerá.

Cuando se produce el "krach", Paul Claudel, analizando las cosas con cierta perspectiva, constata que los banqueros han actuado de manera desastrosa. Sí, desde luego, desde hacia un año habían estado dando consejos de moderación, pero "abrían sus cajas fuertes con la mayor liberalidad" permitiendo la obtención de créditos a un elevado tipo de interés. Nuestro autor había visto ya muy bien los peligros de la "economía de casino" y de la famosa burbuja financiera. Sus reflexiones sobre el tipo de descuento, ¿parecerán tan simplistas? "El dinero barato no puede hacer que las cosas se reactiven de la misma forma que el dinero caro no puede detener un 'boom', salvo que, tanto en un caso como en el otro, las condiciones fundamentales de la economía ofrezcan una base favorable". Lo más importante, según el embajador, es que las industrias recuperen a sus clientes, toda vez que "la crisis de Wall Street... ha dado lugar a una disminución considerable del poder de compra de las masas y, por consiguiente, del consumo".

Para Claudel, el paro no es sólo coyuntural. Como muchos de sus contemporáneos, el embajador constata "la substitución progresiva del obrero cualificado y del peón por la máquina", si bien estima que la movilidad de la mano de obra podría suponer una contención de dicho proceso, en una situación de creación de riqueza. "Es posible que el futuro muestre que en la producción industrial las ventajas de la flexibilidad son superiores a los de la masificación". Se vislumbra ya que "small is beautiful"...

Muy moderno es asimismo el punto de vista de Claudel a propósito del error del presidente Hoover cuando afirmaba, el 14 de Diciembre de 1931, en su discurso sobre el estado de la Unión, que "nuestra economía nacional se basta por ella misma, antes de hacer al extranjero responsable de la prolongación de la crisis en Norteamérica, como si no hubiera ahí dos afirmaciones antinómicas.

Críticas parecidas se dirigen también a los norteamericanos en general, los cuales ni siquiera en 1931 se habían dado cuenta de que "la prosperidad de la etapa 1925-1929 no era en absoluto un fenómeno normal, sino una crisis, un impulso debido a la especulación".

"Firmado, Claudel". Así acababan esos despachos y telegramas diplomáticos que nos hacen revivir un período de altos riesgos en la historia económica del mundo. Ya sabíamos que el poeta era algo más que un soñador. Ahí está la prueba de ello, negro sobre blanco.

El evangelio de la calidad según W. Edwards Deming.

(Martin Dickson, en "Financial Times").

W. Edwards Deming, una de las más influyentes figuras en el campo de la teoría de la moderna gestión industrial, manifestó en cierta ocasión que le habría gustado ser recordado en sus Estados Unidos de origen como "alguien que había empleado su vida intentando evitar que Norteamérica se suicidara".

Cuando Deming murió, hace escasas semanas, en Washington, DC., a la edad de 93 años, tal deseo se había visto realizado con creces, como se pudo constatar en el hecho de que algunas de las grandes firmas de Estados Unidos le rindieran tributo por su papel en la mejora de la productividad de las mismas.

Ford, el fabricante de automóviles más eficaz del país, hizo saber que Deming había sido el guía indiscutible que le había llevado "a concentrarse en la calidad, y esto no sólo en los procesos de fabricación sino también en todas las actividades de la empresa".

En realidad, Deming, que se dio a conocer en Japón, donde fue reverenciado por los industriales durante cuarenta años, fue casi un desconocido en Estados Unidos hasta principios de los años 80. Fue entonces cuando un documental de televisión sobre la decreciente competitividad de la industria norteamericana describió su papel en la formulación de esas técnicas de control de la calidad que tan gran papel han tenido en los éxitos industriales de Japón.

Al compás de la reacción norteamericana ante el empuje japonés, Deming se vio de pronto objeto de una gran demanda, lo mismo que algunos otros especialistas, como consultor experto en un conjunto de teorías puestas en marcha por los japoneses, teorías que se han hecho

conocer con el nombre de "total quality management" (TQM). Ford fue uno de los que primero se convirtió a los principios de Deming.

TQM, que ahora está siendo adoptado por las empresas europeas, ha llegado a ser probablemente la teoría de gestión de empresas más influyente de finales del siglo XX. Tiene muchas variantes, pero lo esencial de la misma reside en la maximación de la calidad en todos los aspectos posibles del trabajo de la empresa, afectando a todos los empleados e intentando conseguir la completa satisfacción de los deseos de los clientes.

Pero existe el peligro de exagerar la discutible importancia de Deming en toda esta cuestión. Por supuesto, él ha sido el más visible y carismático defensor del movimiento a favor de la calidad, pero no fue quien lo inició, y son bastantes los que, en todo el mundo, pueden presumir de haber contribuido a la creación del producto TQM.

Los hombres, de una forma u otra, han andado tras la calidad durante generaciones enteras, pero el origen del movimiento moderno al respecto debe situarse en Walter Shewhart, un directivo de American Telephone & Telegraph, quien, en los años 20, concibió un método para la utilización de la estadística en el control de la calidad en la fabricación de teléfonos en los talleres Hawthorne Works, de Chicago, propiedad de la compañía.

Entre los empleados de la citada empresa figuraban Deming y Joseph Juran, los cuales se convirtieron en discípulos de Shewhart y adeptos de los métodos estadísticos, llegando a ser con el tiempo los dos miembros con mayor influencia del movimiento en favor de la calidad. Juran, a sus 89 años, se halla en la actualidad haciendo sus últimos viajes de conferencias, antes de la jubilación.

Ambos produjeron un fuerte impacto en Japón en una fase en que este país intentaba reconstruir sus maltrechas industrias después de la segunda guerra mundial. Deming, el primero en visitar Japón, impresionó de tal modo a los empresarios con sus ideas sobre el control estadístico de la calidad que en 1951 crearon el Premio Deming para distinguir a las firmas que habían realizado los mayores progresos cualitativos. Hubieron de pasar 36 años para que Estados Unidos hiciera lo mismo, creando el Baldrige Award.

Juran, que viajó a Japón por primera vez en 1954, fue quien enseñó a este país que las técnicas estadísticas han de ir acompañadas del compromiso por parte de las gerencias de promover la calidad a todos los niveles. Con todo, en una entrevista reciente, Juran manifestó que "incluso en el caso de que Deming y yo no hubiéramos ido a Japón a principios de los años 50, los japoneses habrían conseguido situarse a la cabeza en el mundo en materia de calidad".

Deming, desde luego, pudo aprender de los japoneses tanto como él les enseñó, y sólo formuló sus celebrados 14 Puntos -la esencia de su definitiva teoría de la calidad- en los años 70, después de observar durante dos décadas la cultura gerencial de Japón, única, la cual intenta involucrar a todos los empleados en la adopción de decisiones. Los 14 puntos suponen un enfoque mucho más filosófico de la calidad que los consejos prácticos suministrados por la mayoría de los consultores. Deming sugería que una empresa progresiva debía llevar a cabo una revolución en la forma de pensar.

Entre los elementos de su teoría figuraban una "persistencia en el fin" ("constancy of purpose"), el conocimiento de lo que la empresa es y una estrategia para permanecer en cabeza; un "conocimiento profundo" de materias tales como la teoría estadística y la dinámica de grupo; y un esfuerzo constante de mejora.

Al sostener que la mala administración era por lo general responsable del 85 por ciento de los problemas de una firma, Deming instaba a los ejecutivos para que "eliminaran el miedo" y estimulaba la creatividad entre los trabajadores jóvenes dándoles más responsabilidad y tratándoles como colegas. Deming rehuía las evaluaciones de resultados ("performance ratings") y la competencia interdepartamental por entender que estaban reñidas con la cooperación.

Juran, en cambio, pone menos énfasis en la estadística y sugiere que la Juran Trilogy -planificación, control y mejora de la calidad- puede ser asumida sin transformaciones filosóficas. Otros distinguidos expertos norteamericanos, como Phil Crosby, ofrecen aún interpretaciones distintas.

David Garvin, un profesor de la Harvard Business School que ha escrito profusamente sobre problemas de calidad, afirma que la teoría de Deming puede ser la mejor para cierto tipo de empresas -parece haber funcionado bien en la producción masiva de automóviles-, mientras que la de Juran puede convenir más a otras industrias, como, v.g., las de tecnología innovadora ("engineering-driven technology business").

Garvin, con todo, añade que "cualquiera que pretenda decir que Deming es más importante que Juran, o que Crosby, plantea mal la cuestión. Todos ellos han hecho grandes aportaciones al tema". Sólo si los juntas todos -dice también Garvin- puedes abarcar todos los aspectos de una materia -los criterios de calidad- que es lo que hace el Baldrige Award. Y ni siquiera en tal caso está el éxito garantizado. "Quienquiera que diga que la calidad es la respuesta a todos los problemas competitivos induce a error", dice Garvin. "No existen soluciones fáciles".

Deming habría estado completamente de acuerdo con este severo juicio, a pesar de haber sido elevado hacia el final de su vida a los altares destinados a los santones de la teoría de la administración de empresas.

Los posibles condicionantes de los procesos de reforma económica.

("The Economist").

El Institute for International Economics, un centro de estudios con sede en Washington, DC, encargó recientemente una investigación sobre 13 casos de grandes cambios económicos. El abanico político era considerable, pues iba desde las reformas de Chile (llevadas a cabo a partir de 1983 por un despiadado régimen autoritario) hasta las de España (donde el cambio había sido promovido después de 1982 por un gobierno socialista democráticamente elegido). La principal

cuestión a la que las investigaciones habían de encontrar respuesta era la siguiente: Cómo, eventualmente, habían los gobiernos conservado el apoyo político que había hecho posible la reforma.

Esos estudios, ordenados por John Williamson, acaban de ser publicados por el citado instituto con el título de "The Political Economy of Policy Reform". Se trata de un volumen fascinante, aunque sólo sea por el furioso debate que protagonizan Jeffrey Sachs, por un lado, y un alto funcionario del FMI, por otro, a propósito del papel del Fondo en la reforma de las antiguas economías comunistas. Sea como fuere, algunos de los descubrimientos del libro pueden constituir auténticas sorpresas.

En 11 de los 13 países examinados, los gobiernos consiguieron avances decisivos -y, con un poco de suerte, irreversibles- hacia políticas económicas más liberales. Esos países fueron Australia, Chile, Colombia, Indonesia, Méjico, Nueva Zelanda, Polonia, Portugal, Corea del Sur, España y Turquía. Los dos fracasos fueron Brasil y Perú. Los países que hicieron bien las cosas consiguieron una menor inflación, y esto gracias a un mejor control de las políticas monetaria y fiscal; privatizaron empresas nacionalizadas y liberalizaron sus economías; y abrieron sus mercados al comercio exterior.

Reformas de la misma naturaleza se han intentado en muchos otros países y en muchas otras ocasiones, sin resultado positivo alguno, habiendo fracasado bien inmediatamente, bien al cabo de poco tiempo. ¿Qué es lo que puede aprenderse de los países que han conseguido que las reformas se consolidaran?

De todos los factores examinados, sólo uno se dio en todos los casos que terminaron bien: la presencia de un equipo económico coherente y unido en la dirección de la acción gubernamental. Así, pues, deséchese la idea de que las reformas pueden progresar cuando los asesores divergen, "generando una tensión creadora" que permite que los gobiernos contemplan todas las posibilidades existentes. (Esta puede ser una manera educada de describir el proceso de decisión política en Moscú. O en Washington). Sin embargo, los economistas no deberían envalentonarse con el descubrimiento de que todo va bien cuando hablan con una sola voz. Los fracasos, en Brasil y Perú, también contaron con un asesoramiento "coherente".

¿Contribuye al éxito el hecho de que sean economistas los que dirijan las reformas? En el momento en que estas fueron puestas en marcha, cinco de los países en los que las cosas fueron por buen camino -Méjico, Polonia, Portugal, España y Turquía- estaban gobernados por "tecnopols". (El término está formado por la unión de "tecnócrata" y "político". Desgraciadamente, la palabreja está teniendo éxito). En Méjico, economistas profesionales han ocupado cargos políticos relevantes a lo largo de todo el proceso de reforma. Carlos Salinas, presidente desde 1988, es un economista muy respetable. Economistas han sido ministros de Hacienda en Polonia, Portugal y España. Anibal Cavaco Silva, primer ministro de Portugal desde 1985, es otro caso a mano. También lo era Turgut Ozal, de Turquía, tecnócrata hasta 1983 y luego primer ministro y jefe de tecnopols.

¿Es una ventaja que el país cuente con un régimen autoritario? Sorprendentemente, según las conclusiones de este estudio, no. De los 11 países mejor clasificados seis eran democracias

en el momento de la reforma: Australia, Colombia, Nueva Zelanda, Polonia, Portugal y España. Los gobiernos no democráticos no son inmunes a las presiones de la población, lo que puede obligarles a cambiar sus políticas. (La rebelión que se está produciendo en Méjico puede ser aquí de obligada cita). Cuando se ha de abandonar con prisas un proceso de reforma, la situación puede variar poco según se trate de un gobierno autoritario débil o de una democracia sin fuerza. Y, como señala el estudio, las dictaduras van frecuentemente acompañadas por la corrupción y por el estancamiento. En Africa, donde apenas se progresa hacia una apertura y una responsabilidad gubernamental mayores, las perspectivas de reforma son extremadamente limitadas.

Con todo, y como era de prever, el estudio señala que los reformadores necesitan una base política sólida. En cinco de los seis países democráticos donde las cosas han ido mejor el partido en el gobierno disponía de una mayoría parlamentaria confortable (Australia, Colombia, Nueva Zelanda, Portugal después de 1989- y España). Polonia constituye una excepción.

También cuenta la presencia de un liderazgo con visión de futuro, autoritario o no. En todos los mejores casos, salvo en uno, hubo un líder con espíritu renovador, aunque las diferencias entre ellos fueran notables: Augusto Pinochet en Chile, Lech Walesa en Polonia, Felipe González en España, Chun Doo Hwan en Corea del Sur, etc. La misma observación es válida, aunque al revés, en los casos en los que la reforma fracasó. José Sarney en Brasil y Fernando Belaunde en Perú, uno y otro líderes de frágiles y recién restauradas democracias, fueron "muy sensibles a consideraciones políticas a corto plazo. La única excepción a la regla es Nueva Zelanda. Allí, el que tenía espíritu visionario y emprendedor no era el líder del país, sino el ministro de Hacienda, Roger Douglas.

Unas condiciones económicas especiales pueden facilitar las cosas, pero a este respecto las conclusiones del estudio son menos claras de lo que se podría pensar. Muchos reformadores han puesto en marcha sus programas en medio de una situación de emergencia económica. El 1989, Polonia fue víctima de la madre de todas las crisis: su economía se derrumbó, colapsó el orden político y todo pareció ir de mal en peor. El gobierno tuvo una posibilidad tal vez única y la aprovechó. Las reformas de Chile, Méjico, Nueva Zelanda, Corea del Sur y Turquía surgieron de crisis políticas o otro tipo. Sin embargo, no intervino crisis alguna en Australia, Colombia y Portugal, y casi ninguna en los casos de España y de Indonesia.

Para resumir, no son necesarios ni crisis. Lo que sí se necesita, probablemente, es un líder con visión de futuro, una base política sólida y, si es posible, un cualificado economista, o un equipo de ellos con un pensamiento homogéneo.

DOCUMENTO DEL MES

COMBINACION DE POLITICAS DE ESTABILIZACION EN UN MARCO DE
INTEGRACION: LA EXPERIENCIA PORTUGUESA.- *Anibal Cavaco Silva. Primer
Ministro de la República Portuguesa*

INTRODUCCION

Ricardo Cortes

La experiencia portuguesa desde la "revolución de los claveles" de Abril de 1974 hasta el presente nos muestra cómo una política económica pragmática y racional puede superar, o al menos aminorar, las enormes dificultades surgidas de una política económica utópica y errónea, y crear las condiciones económicas necesarias para la integración en la Unión Europea (UE) de un país como Portugal, que figura entre los más pobres de ésta. En estos momentos (27 de Enero) en que tantos intelectuales españoles están cometiendo lo que Julien Benda en 1924 llamó "*la trahison des clercs*" (renunciar a su compromiso con la verdad y la razón, aunque éstas sean impopulares en su círculo) merece la pena prestar atención a la exposición fría y racional hecha por Cavaco Silva de los problemas con que se encontró a su llegada al poder, en Noviembre de 1985, y de las medidas tomadas para resolverlos, o al menos atenuar en lo posible sus inevitables efectos negativos.

La "revolución de los claveles" de Abril de 1974, en la que un grupo de jóvenes coroneles bienintencionados, optimistas y visionarios derribó sin derramamiento de sangre un régimen acabado y carcomido, fue recibida con enorme simpatía en toda Europa. Pero muy pronto se vio que los políticas económicas que adoptaron -una extraña mezcla de populismo, marxismo e incluso utopía pura y simple- no podían menos de fracasar, como así fue, con resultados desastrosos para la masa de la población. Se repitió, una vez más, la triste historia de tantos países africanos y latinoamericanos: tras de un breve periodo de prosperidad ficticia debida a una política económica alegre, confiada, optimista e irracional, esa misma política causó enormes daños en el aparato productivo del país. No hubo más remedio que acudir al FMI y aceptar la amarga medicina de las condiciones que éste puso para conceder el préstamo indispensable para salir del bache. Como pasa siempre en esos casos, los que más sufrieron fueron los pobres; con inflaciones de entre el 20 y el 30% en los primeros años de la nueva política, los salarios reales acabaron cayendo un 12,2% entre 1976 y 1979 y de nuevo un 16,1% entre 1982 y 1984; en total, una baja terrorífica del 26,3% sobre su nivel de 1976.

Gracias a la prosperidad general de la segunda mitad de los años 80, a una importante ayuda económica de la UE, que en los últimos dos años ascendió a unos 3.000 millones de dólares anuales, alrededor del 4% del PIB de Portugal, y gracias también a la política económica del Dr. Cavaco Silva (no hay que olvidar que una ayuda económica, por cuantiosa que sea, no servirá para nada si la política económica del país no crea las condiciones necesarias para asimilarla), Portugal está capeando con bastante éxito la presente recesión, que le ha afectado lo mismo que al resto de Europa.

Aun así, el año pasado, por primera vez desde hace 10 años el PIB de Portugal disminuyó entre un 1 y un 0,5%, y el paro subió a un 6,2%, desde un 4,5% el año anterior. El gobierno tuvo que devaluar el escudo dos veces, en Noviembre 1992 y en Mayo 1993, con una devaluación real del 14%. Hay que hacer notar, sin embargo, que en los cinco años anteriores la revaluación real del escudo fue de un 33%, de modo que un movimiento del tipo de cambio en sentido contrario era poco menos que inevitable. En unas recientes declaraciones al *Financial Times*, el Dr. Cavaco confiesa que la economía portuguesa se encuentra en el momento más difícil desde que se hizo cargo de ella en 1985.

Lo mismo que en el caso español, uno de los problemas espinosos con que tiene que enfrentarse es el de los costes laborales, al estar sometida la mayor exportación portuguesa, los textiles, a la competencia

acrecentada de los países del tercer mundo, causada por la expiración paulatina del Acuerdo Multifibras decidida en la recién acabada Ronda Uruguay.

Para hacer frente a ella y para permitir que el PIB portugués aumente entre el 1,5 y el 2% esta año, el Dr. Cavaco quiere que los trabajadores portugueses acepten en 1994 aumentos de salarios inferiores a la inflación presente de un 6%. La respuesta de los sindicatos, como se podía prever, ha sido negativa, con la correspondiente amenaza de huelga general.

El problema de los costes laborales no es, sin embargo, el único que tiene que resolver: una moderación salarial no aprovecharía gran cosa si el déficit público continuase al presente elevado nivel: el año pasado subió al 8,5%, muy por encima del nivel previsto de 4,6%. Desde luego, el Dr. Cavaco va a permitir que los estabilizadores automáticos (subsidio de paro) continúen actuando, buscando otros medios para reducir el déficit.

Las privatizaciones son uno de ellos. Algunas de las empresas nacionalizadas durante el gobierno revolucionario de 1974-75, especialmente en el sector bancario, han sido ya privatizadas. El Dr. Cavaco se propone continuar por ese camino, contribuyendo así al saneamiento de las finanzas públicas. Sin embargo, algunas de las privatizaciones planeadas -en especial, la de las telecomunicaciones- plantean problemas delicados. El Dr. Cavaco actúa con cautela a este respecto: así, las ventas de acciones de la nueva compañía estatal de telecomunicaciones, que sustituirá a las tres actuales, no excederán del 20 ó 30% del capital, para evitar una toma de control extranjera.

Las nuevas elecciones legislativas portuguesas tendrán lugar en Octubre de 1995. En los dos años y pico que faltan, el Dr. Cavaco tendrá que hacer frente a problemas delicados -moderación salarial, déficit público, reformas estructurales- en un entorno económico más bien hostil mientras Europa no salga de la presente recesión. Otro problema importante para Portugal es el de su agricultura, que ocupa un 12% de la población activa, un nivel todavía elevado que, de acuerdo con la nueva Política Agrícola Común, después de la Ronda Uruguay, tendrá que bajar considerablemente. Su resolución en los años inmediatos viene dificultada porque Portugal aceptó una disminución de las barreras de protección de su agricultura, a cambio de un aumento de las subvenciones comunitarias hasta el nivel de unos 3.000 millones de dólares ya mencionado.

Otro factor negativo en los próximos años es la inevitable competencia de productos procedentes de los países excomunistas de Europa Central y Oriental, con costes laborales muy inferiores a los portugueses, y en algunos casos -la República checa sobre todo- con una tradición industrial y técnica muy superior a la de la Europa Meridional. Sus productos cada vez tendrán más facilidades de entrada en la UE hasta su eventual adhesión, y puede que las inversiones extranjeras se dirijan a ellos en vez de a Portugal.

Por el contrario, el tipo de cambio del escudo no parece que sea preocupante después de las dos devaluaciones de Noviembre 1992 y de Mayo 1993. Incluso fuertes compras extranjeras de escudos le han hecho subir respecto al Deutschmark al nivel del pasado Julio. El Dr. Cavaco acaba de mostrarse muy firme a este respecto, descartando nuevas devaluaciones para ayudar a los exportadores: "el gobierno no va a ayudar a las empresas ineficientes para que sobrevivan. Tienen que prestar atención a nuevos factores de competitividad, no a bajos salarios, sino a mejor cualidad y comercialización".

Sin embargo una publicación tan respetada como la *Economic Intelligence Unit* no descartaba, el 7 de Diciembre último, una devaluación en 1994:

"Es posible que en 1994 el gobierno tenga que elegir entre sacar al escudo del SME o subir considerablemente los tipos de interés, debido a los siguientes factores:

- Tipos de interés relativamente bajos en Portugal, tanto nominales como reales, comparados con el pasado,

- Una opinión creciente en Europa de que la economía portuguesa funciona menos satisfactoriamente que la de sus socios europeos, especialmente respecto al comercio con España (en los primeros 6 meses de 1993 las importaciones portuguesas de productos españoles subieron un 32%, pero las exportaciones sólo un 8%),

- Déficit público entre los más elevados de la UE, con la probabilidad de que no baje del 7% en varios años,

- Una continuada apreciación del deutschmark en 1994."

Pero basta de prólogo y dejemos hablar al Dr. Cavaco Silva.

**COMBINACION DE POLITICAS DE ESTABILIZACION EN UN MARCO
DE INTEGRACION: LA EXPERIENCIA PORTUGUESA^(*)**

Aníbal Cavaco Silva
Primer Ministro de la República Portuguesa

La elección de la adecuada combinación de las políticas presupuestaria y monetaria *-policy mix-* es, desde siempre, uno de los problemas más complejos de la teoría de la política económica. No sólo están sobre el tapete, simultáneamente, los objetivos del equilibrio interior y exterior, sino que hay que considerar, también simultáneamente, todos los instrumentos de la política económica y su interacción.

Varias de las cuestiones que, recientemente, han sido objeto del debate económico europeo están íntimamente relacionadas con los problemas de la *policy mix*. El caso más típico es la controversia en torno a la independencia de los bancos centrales.

La decisión sobre la combinación más adecuada de políticas de estabilización por parte de un gobierno es un problema complejo y delicado. Esa decisión obedece, en general, a algunas reglas. Mi experiencia me dice que las más importantes son las tres siguientes:

La primera regla es que no hay fórmulas generales. En política económica aplicada, cada caso es un caso y debe ser tratado teniendo en cuenta su especificidad. El gobierno debe afrontar la situación con lucidez y flexibilidad.

La segunda regla es la inserción de las políticas de estabilización, presupuestaria y monetaria, en un marco general de medio y largo plazo. La estabilidad económica es un objetivo que siempre tiene que ser contemplado en la perspectiva del gran proyecto que es el desarrollo general del país.

La tercera regla es el pragmatismo: ¡ay de aquel que, en la ejecución de la política económica, no respete los principios teóricos! pero ¡ay de aquel que se deje conducir exclusivamente por aquellos principios!

Estas son tres reglas que siempre tuve en mente en toda mi experiencia profesional, ya como teórico y analista, ya como Primer Ministro. Pero, además de ellas, hay otras lecciones que es importante recordar a quien aborda la difícil cuestión económica de la combinación adecuada de las políticas presupuestaria y monetaria.

(*) Discurso pronunciado, el 25 de enero de 1994, en la Ceremonia de Aceptación de la Distinción de Académico Honorario de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Pienso que la experiencia de Portugal, desde la revolución de abril de 1974, y, en particular, desde la integración en la Europa Comunitaria en 1986, ilustra bien algunos puntos importantes sobre la política de estabilización.

1. La situación antes de 1985: la contención financiera impuesta por las circunstancias.

El período que va desde 1974 hasta la adhesión de Portugal a la Comunidad Europea, en enero de 1986, estuvo básicamente caracterizado por la contención financiera del sector productivo de la economía, como resultado de una política monetaria fuertemente restrictiva, impuesta por el desequilibrio insostenible de las cuentas exteriores y por una política presupuestaria carente de control.

Inmediatamente después de la revolución de 1974, la economía y la sociedad portuguesa sufrieron un conjunto de choques de origen interior y exterior particularmente fuertes, que ocasionaron profundas perturbaciones en el aparato productivo nacional. El turbulento proceso de descolonización que supuso el regreso desde Africa de más de setecientos mil portugueses, así como las nacionalizaciones de empresas, las ocupaciones de tierras y las perturbaciones socio-económicas que acompañaron a la revolución, fueron extremadamente desestabilizadoras para el sistema productivo portugués.

La revolución de 1974 creó expectativas inmediatas de mejora de los niveles de vida. La respuesta de los sucesivos gobiernos fue la de sostener artificialmente esas expectativas mediante una explosión de los salarios y del consumo, así como de las transferencias y subsidios del Estado. La estalización de una gran parte de la economía llevó a una redistribución acentuada de la riqueza y de las rentas, e introdujo una profunda alteración en las "reglas de juego" del funcionamiento de la economía, generando una enorme perturbación y provocando el colapso de las inversiones.

Este choque interior ocurrió en un momento en el que las condiciones exteriores eran adversas. Las dos crisis del petróleo de 1973 y 1979 produjeron una pérdida en la relación real de intercambio superior a un 20%, a la cual se añadió la quiebra de la demanda exterior provocada por la recesión económica internacional.

Los aumentos de los costes salariales en el período 1974-76 -período en que la participación del factor trabajo en la renta nacional subió casi 18 puntos porcentuales-, la quiebra de la productividad y el deterioro de la relación real de intercambio tuvieron efectos devastadores sobre la competitividad de la economía y la rentabilidad de las empresas.

En 1975-76, el descenso de la inversión fue un 12,3% en términos reales y la caída de las exportaciones alcanzó un 14,8%.

La principal respuesta de las autoridades a aquellos choques se dio a través de políticas improvisadas, de *stop and go*, concebidas por gobiernos con un corto horizonte temporal y, sin insertarlas, además, en proyecto alguno a medio plazo. Las políticas adoptadas fueron frecuentemente inadecuadas en el tiempo y en el modo; esto es, desajustadas simultáneamente en relación con la fase del ciclo económico y con la naturaleza de los choques que afrontaba la economía.

La razón primordial de esta inadecuación de la política económica es fácil de identificar. El déficit de la Hacienda Pública, uno de los problemas seculares de la democracia portuguesa, fue

el elemento perturbador. La política presupuestaria practicada durante los diez años que siguieron a 1974 se reveló, de hecho, como el gran problema.

El déficit global "registrado" por las Administraciones, rondó o sobrepasó, reiteradamente, el 10% del producto interior bruto. Esta política y, en particular, la financiación casi exclusivamente monetaria de los sucesivos y abultados déficit públicos, fue el principal estímulo del exceso de demanda y una fuente de distorsiones e ineficiencias en el funcionamiento del sistema productivo. La fuerte restricción financiera que caracterizó este período de nuestra historia económica derivaba de la necesidad de transferir de la economía privada al Estado los recursos necesarios para su funcionamiento.

La reciente afirmación de Robert Lucas de que la "financiación inflacionista es un síntoma de una sociedad que está funcionando mal, por lo que no puede sorprender verla asociada a otros males sociales" se ajusta bien a esta fase de la vida portuguesa.

El déficit de la balanza por cuenta corriente se agravó significativamente, llegando a alcanzar valores insostenibles del 9,2% en 1977 y del 13,4% en 1982. La manifiesta insostenibilidad del déficit con el exterior—señal recurrente de ruptura, tras fases de intenso crecimiento del gasto nacional— hizo inevitable que la restricción exterior se erigiese en determinante fundamental del modelo de gestión macroeconómica. Ante la dimensión del problema exterior, el control de la inflación no se presentaba, en forma alguna, como objetivo prioritario de la política económica, pese a haber alcanzado, entre 1974 y 1985, valores situados entre el 20 y el 30%, exceptuando los años 1975 y 1980.

Dominado por las crisis de pagos exteriores, que llevarían al agotamiento de las reservas en divisas y que obligarían a realizar cuantiosas ventas de oro, Portugal tuvo que recurrir a los préstamos del Fondo Monetario Internacional y adoptar los programas de estabilización negociados con él. Esto sucedió en dos ocasiones: en 1978 y 1983 y los programas de estabilización acordados dominaron la política de coyuntura portuguesa en los períodos de 1978-79 y de 1983-84.

En estos períodos de estabilización, el objetivo final de la política monetaria fue siempre el de asegurar la financiación del déficit exterior. Este objetivo se consiguió actuando sobre el coste y sobre la cuantía de crédito interior al sector productivo, imponiendo, por esa vía, una restricción muy fuerte que compensaba la incontenible expansión presupuestaria.

A la política del tipo de cambio le correspondió compensar los diferenciales de inflación acumulados en relación con el exterior por vía de la devaluación del cambio nominal. Nótese que esta compensación sólo fue posible a costa de caídas sistemáticas y frecuentemente bruscas en los salarios reales, que disminuyeron en un total acumulado de un 12,2% de 1976 a 1979 y de un 16,1% de 1982 a 1984. En 1985, los salarios portugueses estaban por debajo de sus niveles de 1973. Con dimensiones impensables en otros países, tales descensos fueron también, en buena parte, los que permitieron lograr con relativa rapidez el éxito de los dos programas de estabilización negociados con el Fondo Monetario Internacional. Este fenómeno de caída de salarios reales, aunque asociado a varios elementos peculiares sociológicos e institucionales de la época, sólo fue posible por la inexistencia de un sistema de indicación salarial.

La necesidad de asegurar la financiación del déficit exterior y el recurso al FMI supuso, por tanto, que en la década que va hasta 1985, la combinación de políticas económicas en Portugal siguiera un modelo bien definido, que podemos clasificar como "restricción financiera" sobre el

sector productivo. Concebido con extrema eficacia para situaciones de crisis, ese modelo atribuyó un peso excesivo a la política monetaria. Con la virtual ausencia de ajustes presupuestarios, el reequilibrio de las cuentas exteriores se consiguió, en gran medida, a costa de la inversión de las empresas por la restricción financiera que les fue impuesta.

Los costes de la inestabilidad política y social y de la inseguridad que caracterizaron este período de la vida nacional fueron profundos para la economía portuguesa. La fuerte caída de la inversión, las distorsiones introducidas en la composición y en el funcionamiento del aparato productivo y del sistema financiero, las múltiples intervenciones administrativas en la economía -en particular, sobre el sistema de precios-, el sesgo en los incentivos y el consiguiente despilfarro de recursos y de inversiones, especialmente en las empresas públicas, son algunos de los elementos que Portugal heredó de este agitado período que va de 1974 a 1985.

Interesa recordar que, entre abril de 1974 y abril de 1976 -fecha de las primeras elecciones legislativas tras la aprobación de la nueva Constitución- Portugal tuvo seis gobiernos provisionales, lo que corresponde a una duración media de cuatro meses. Entre julio de 1976 y noviembre de 1985, el país conoció nueve gobiernos, con una duración media de doce meses.

No es de extrañar, por tanto, que en estas circunstancias el foso que nos separaba de la Europa Comunitaria les pareciese a muchos infranqueable.

2. La situación en 1985.

Al tomar posesión, en noviembre de 1985, mi primer gobierno se enfrentaba, por tanto, con una situación económica y social muy compleja.

El acuerdo a que se había llegado con el FMI en 1983 había conseguido reducir el déficit de la balanza por cuenta corriente, dando incluso lugar a un excedente en 1985. Sin embargo, faltaba mucho para alcanzar la estabilidad económica. Con un índice de paro superior a un 10% (en sentido lato; 8,6% en sentido estricto) y una tasa de inflación cercana al 20%, el Gobierno tenía por delante una tarea inmediata de estabilización muy difícil.

Pero, más allá de las cuestiones coyunturales, era esencial no olvidar los difíciles problemas estructurales que el país vivía.

Portugal acababa de salir de un violento y traumatizante período de austeridad. Existía una necesidad urgente de atender a varias carencias resultantes de ese esfuerzo. Los salarios reales habían caído un 16,1% entre 1982 y 1984 y el consumo privado había caído un 2,9% en 1984.

Sumido desde hacía años en un marco de inestabilidad política y financiera, era imperativo establecer en el país un clima de confianza que restaurase la inversión y el crecimiento para retomar el camino de la modernización y del desarrollo. La inversión había caído un 25% de 1982 a 1985 y el producto se había reducido un 2% en 1983-84.

Era imperativo, también, realizar las reformas estructurales, desde hacía mucho tiempo anunciadas y sucesivamente aplazadas, pues de ellas dependía la competitividad de la economía portuguesa y el dinamismo del aparato productivo.

La eliminación de los controles administrativos y de otros múltiples elementos de rigidez de los mercados y la reducción del peso del Estado en la economía, eran esenciales para la modernización.

Finalmente -y éste es el aspecto más importante- la adhesión a la Comunidad Europea, en enero de 1986, representaba un gran cambio estructural en el marco económico nacional.

En primer lugar, se hacía necesario enfrentar los nuevos desafíos lanzados por el aumento de la competencia derivada de la liberalización de los intercambios y por un mercado interior sin barreras. Y, desde luego, el encuentro con la economía española, vecina, pero hasta entonces relativamente extraña. En 1985, las exportaciones de Portugal hacia España representaban sólo un 4,1% del total de las exportaciones portuguesas, mientras que las importaciones portuguesas de España representaban un 7,4% del total de importaciones. Estos dos valores aumentaron hasta un 14,9% y 15,8%, respectivamente, en 1991. Además, la inversión directa española en Portugal pasó del 4,3% del total de inversión exterior en 1985 al 12,1% en 1991.

El segundo elemento esencial de la integración comunitaria residía en la necesidad de crear las condiciones para una absorción eficiente y controlada de los fondos estructurales provenientes de la adhesión. Muchos de los que hoy atribuyen el crecimiento económico de los últimos años tan solo a los apoyos comunitarios, olvidan que no es tarea fácil hacer productiva y eficaz la entrada repentina de recursos provenientes de la Comunidad. Nótese, a este respecto también, que buena parte de los fondos de preadhesión atribuidos a Portugal estaban sin utilizar en el momento de la adhesión.

Por último, la propia lógica de la adecuada combinación de políticas de estabilización tenía que articularse con la de los restantes países comunitarios, en un marco de integración creciente.

3. Primera Fase: la transición hacia la estabilidad.

En la primera fase del post 1985, a la que llamaré "transición hacia la estabilidad", se desarrolla un esfuerzo de transformación del marco en que se aplicaba la política económica de coyuntura, preparando los cambios más profundos que se realizarían en la segunda fase. Una respuesta ecléctica y pragmática aconsejaba que se actuase con cautela y seguridad en esa transformación estructural, evitando rupturas repentinas. Con este propósito, sin introducir alteraciones de fondo en los instrumentos de la política, se invirtió, sin embargo, en 1986, el énfasis en su aplicación.

De 1978 hasta 1985, el control cuantitativo de la expansión del crédito interno, siguiendo la línea del modelo tradicional del Fondo Monetario Internacional, se convirtió en el principal instrumento de estabilización, cuyo objetivo esencial era asegurar la financiación del déficit de la balanza por cuenta corriente. Esta opción creó, en varias ocasiones, una fuerte presión restrictiva sobre el sistema productivo y causó siempre efectos distorsionadores en la asignación de recursos. Al mismo tiempo, la disciplina presupuestaria estaba relativamente descuidada, violándose incluso, en el campo específico de la financiación del déficit público, el segundo acuerdo con el FMI.

A partir de 1986, con mi primer Gobierno, se reformó la estructura esencial de la política de estabilización, aunque sin alteración significativa, en una primera fase, de los instrumentos utilizados. Así, se acentuó la importancia en el control presupuestario, atacándose de este modo uno de los principales desequilibrios estructurales de la economía portuguesa. Dado que la

financiación de la balanza por cuenta corriente, ayudada por la mejora de la relación real de intercambio, había dejado de ser condicionante decisiva de la gestión macroeconómica, tanto la política monetaria como la política del tipo de cambio pudieron orientarse, progresivamente, hacia la reducción de la inflación, objetivo que, ahora, adquiriría una importancia fundamental. Durante más de una década, la inflación había causado graves perjuicios y distorsiones en la economía portuguesa, mediante el injusto "impuesto" inflacionista y la incertidumbre que la inflación origina en los precios relativos.

Subrayar la importancia del control presupuestario -como componente fundamental de la *policy mix*- equivale a reconocer que el déficit tiene efectos sobre la demanda total y la producción que no pueden ser descuidados.

El papel del déficit público en una economía es uno de los temas económicos más controvertidos, tanto en la teoría como en la práctica. Hoy, como en 1984 (cuando dediqué mi atención al análisis teórico del problema) continúa siendo verdad, como afirmé entonces, que "el consenso entre los economistas en lo que respecta a la cuestión de los déficit del sector público está lejos de haberse logrado. La eficacia de la política presupuestaria continúa siendo una cuestión controvertida".

Mantuve siempre en esta cuestión una posición pragmática y ecléctica. Considero que, tal como afirma la escuela neoclásica, el total de los gastos públicos es una variable muy importante y frecuentemente olvidada. En realidad, esa variable representa el total de recursos que el Estado absorbe de la economía y, por eso, debe ser cuidadosamente controlada. Los recursos utilizados por el Estado podrán no ser, en términos marginales, socialmente más productivos de lo que serían en el caso de su utilización privada.

Sin embargo, no sigo a esa escuela cuando defiende la absoluta "equivalencia ricardiana" y la neutralidad total de los déficit y de la deuda pública. Pienso que el déficit público tiene efectos importantes sobre la economía que deben ser cuidadosamente controlados. El hecho de que, en nuestros días, esas consecuencias se desarrollen en un marco de fuerte integración financiera internacional crea un complejo sistema de interacciones que refuerza más aún la necesidad de actuar con precaución.

Por otro lado, considero que la concertación social es, sin duda, un elemento esencial para la eficacia de la política de estabilización. El acuerdo entre los distintos agentes sociales, empresas y trabajadores, sobre las líneas generales de aplicación de la política económica supone una contribución importante para el éxito de la misma.

La concertación social, en sí misma, no constituye un instrumento directo para influenciar la situación económica, ni contribuye directamente a la estabilidad de la coyuntura. Sin embargo, su efecto es extenso y profundo.

En cuanto sede privilegiada de debate e información, la concertación social estimula el conocimiento y el apoyo de los agentes económicos a la política coyuntural. Como foro de negociación, integra directamente en las decisiones de los agentes económicos elementos preciosos de orientación macroeconómica, facilitando a los agentes económicos la compatibilización de sus planes. Por ambas razones, la concertación social permite lograr un efecto más rápido y eficaz de la combinación elegida de los instrumentos de estabilización sobre el tejido económico. La conciliación de los objetivos de crecimiento del empleo y del producto con la estabilidad monetaria se hace, de este modo, más fácil.

Las ventajas de la concertación social, en lo que se refiere a la credibilidad de las políticas y a la gestión de las expectativas de los agentes económicos, son enormes. Ese papel de la credibilidad y los efectos sobre las expectativas ha sido subrayado, desde Keynes, por todos los grandes macroeconomistas. Son muchos los que hoy reconocen que, en un período de lucha contra la inflación, con estricto control monetario, cuanto más rápidamente se ajusten las expectativas inflacionistas, menores serán las reducciones de la producción y del empleo.

A lo largo del período que siguió a 1986, el Gobierno portugués acordó varios pactos sociales, de incidencia diversa, que contribuyeron de forma importante al éxito de la política de estabilización. En mi primer Gobierno, se intensificaron los esfuerzos de concertación entre los agentes sociales: el primer acuerdo en Portugal fue firmado en 1986, en el inicio de esta fase de transición hacia la estabilidad. En aquella ocasión, apunté claramente los principios y la importancia del acuerdo. Afirmé entonces:

"Estamos (...) empeñados en definir una política de rentas y precios y queremos ejecutarla en un contexto de concertación social. Las negociaciones salariales deben basarse en la inflación esperada, con referencias deslizantes a lo largo del año, y teniendo en cuenta las ganancias de productividad y la salvaguarda de la competitividad de las empresas. (...) Estamos ante una actitud histórica de corresponsabilización de los agentes económicos en favor del progreso".

La experiencia portuguesa de concertación social desde 1986 puede, sin duda, ser considerada hoy como un caso de éxito a escala internacional y es una prueba clara de la influencia de la concertación social en la eficacia de la política de estabilización. Debe añadirse que siempre estuvo presente la preocupación de no introducir, por la vía de una negociación centralizada, elementos de rigidez en el mercado de trabajo; por el contrario, el método de concertación permitió avanzar, incluso, en su flexibilización, corrigiendo situaciones heredadas del Período agitado que siguió a la revolución de 1974.

Los resultados de las políticas adoptadas a partir de 1985, en particular la lucha seria y directa contra el desequilibrio de las cuentas públicas, fueron impresionantes. El déficit global del sector público (Administraciones Públicas y Empresas Públicas) cayó del 20,1% del PIB en 1985 al 8,6% en 1988, mientras bajaba el paro, en el mismo período, del 8,6% al 5,7%; el producto creció, en esos años, a una tasa media anual del 4,4% y la inflación se redujo del 19,3% al 9,6%.

La estabilización había avanzado bastante desde 1985. Era importante, ahora, pasar a una segunda fase, acentuando las grandes reformas estructurales que, en sectores como el sistema financiero, habían sido iniciadas a partir de 1986.

4. Segunda Fase: Las Reformas Estructurales.

A pesar de los excelentes resultados de la primera fase, era algo sabido que la solución de los desequilibrios coyunturales causados por la herencia anterior a 1985 no resolvían definitivamente el problema económico portugués. Era necesario corregir vicios estructurales acumulados durante décadas y adaptar la economía portuguesa a la nueva realidad envolvente creada por la integración en la Comunidad Europea.

Así, y a medida que se lograba la estabilización económica, el país fue adoptando un gran número de profundas reformas que deberían proseguirse durante algunos años más y que representarían la mayor transformación estructural de la economía portuguesa en este siglo.

Estas medidas estructurales afectaron a los campos más diversos de la economía y sociedad portuguesas, incluyendo la propia Constitución de la República. Desde la reforma educativa a la reforma de la legislación laboral; de la auténtica revolución en las vías de comunicación a la reforma del sistema de salud; de la reestructuración de las fuerzas armadas y de seguridad a los cambios en la agricultura. Del vasto abanico de reformas estructurales realizadas en los últimos años, sólo destacaré aquí aquellas que transformaron la dirección de la política de estabilización. Pero, antes de eso, me gustaría aludir de nuevo a un tema general, que se refiere a una de las cuestiones más importantes y más descuidadas de la política de estabilización. Al estudiar la adecuada combinación de políticas económicas de coyuntura, la mayor parte de los analistas olvida que esta combinación tiene que formar parte de otra, más vasta, integrada por todo el cuadro de políticas de desarrollo del país.

La combinación de políticas económicas tiene que entenderse en dos niveles fundamentales. La actuación de los diversos instrumentos de las políticas de estabilización tiene que ser concebida, en conjunto, formando la *policy mix* más adecuada. Pero, asimismo, también la formulación de la política de coyuntura tiene que tener en cuenta otros aspectos y condicionantes que determinan la política general de desarrollo.

Es esencial mantener una perspectiva intertemporal en la orientación de la política de coyuntura, de forma que pueda garantizarse la equidad entre generaciones y se contribuya a crear un marco de referencia estable que permita a los agentes económicos prever las distintas variables en el mercado. Pero esa perspectiva supone que la estrategia de la política de coyuntura tiene que ser concebida en combinación con las políticas económicas estructurales y de desarrollo. No se debe impulsar, por ejemplo, un proceso de lucha contra la inflación o el paro, sin definir una línea de crecimiento económico sostenido y equitativo. Esta interdependencia entre la política coyuntural y estructural que la separación entre las distintas disciplinas económicas descuida, frecuentemente, constituye un elemento esencial de la práctica de la política económica. En esa perspectiva destaca, asimismo, la importancia decisiva de afianzar la estabilidad política para lograr el crecimiento económico a medio plazo, en la medida en que sólo esa estabilidad política permite la realización de programas con el horizonte temporal necesario para la práctica de las reformas estructurales, así como resulta esencial también la clarificación de las reglas del juego para que la economía de mercado funcione eficientemente. El caso portugués es bien ilustrativo a este respecto.

En todo este esfuerzo, el Gobierno portugués ha seguido una posición intermedia y ecléctica en la controversia sobre "reglas y discrecionalidad" que ha dominado la política de estabilización y que enfrenta a los defensores de la adopción de reglas automáticas y estables para la conducción de la política de coyuntura con los que desean libertad sin restricciones en la fijación de esas políticas. Robert Barro considera este debate como "una de las áreas donde la nueva macroeconomía ha realizado mayores contribuciones y donde el planteamiento sistemático de la acción del Gobierno ha resultado crucial".

Al comprometerme a definir un marco estable a medio plazo, el Gobierno portugués ha ofrecido líneas de orientación bien claras que condicionan, a la vez, su actuación y orientan sobre la evolución de la economía. Sin embargo, dada la forma como se ha concebido ese marco, se mantiene un espacio de maniobra importante, que permite adaptarse o responder a choques ocasionales.

Desde el comienzo, mi Gobierno tuvo muy presente la importancia de una actuación de esta naturaleza. Por eso, en 1987, fue aprobado el "Programa de Corrección Estructural del Déficit

Exterior y del Paro" (PCEDED) para el período 1987-1994. Fue en el contexto de este programa de medio plazo como se realizó la mayor parte de la estabilización de la primera fase a partir de 1985.

El año 1989 puede considerarse como el ejercicio de las grandes reformas estructurales con incidencia en el campo de la política de coyuntura. Al comienzo del año, se emprendió la reforma fiscal de los impuestos directos sobre la renta (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Impuesto sobre la Renta de las Sociedades) que, junto con la introducción del Impuesto sobre el Valor Añadido, realizada en 1986, representó una transformación radical en el sistema fiscal portugués.

El aumento de la equidad fiscal y de la eficiencia económica, así como la mayor eficacia y sencillez del sistema, fueron los objetivos principales de la reforma. Pero la realización de estos objetivos tuvo, como no podía dejar de ocurrir, importantes consecuencias sobre la eficacia de la política presupuestaria, haciéndola más flexible y operativa.

En 1989 se emprendió también el gran programa de reprivatización de las empresas públicas nacionalizadas en 1975. Su objetivo era mucho más profundo y amplio que la simple aplicación de una política de estabilización. Se pretendía, por esta vía, modernizar las unidades productivas en cuestión y los sectores en que se enmarcaban, mejorar la eficacia en la asignación de recursos, reforzar la capacidad empresarial nacional, promover la reducción de la deuda pública y del peso del Estado en la economía, contribuir al desarrollo del mercado de capitales y extender la participación de los ciudadanos en el capital de las empresas.

El impacto estructural del programa de reprivatizaciones fue muy importante. En los años 1989-90, se realizaron once operaciones, por un valor total de 219.000 millones de escudos, mientras que en 1991-92 se realizaron veintidos operaciones por un valor total de 458.000 millones de escudos. No obstante, el impacto coyuntural de esas decisiones no fue menos profundo. Un porcentaje muy significativo de los ingresos obtenidos de las privatizaciones se orientó hacia la amortización anticipada de la deuda pública exterior. Así se aumentaba el margen de maniobra de la política presupuestaria y se disminuían, en cierto modo, los efectos del intenso flujo de capitales exteriores sobre la liquidez de la economía.

En el campo de la política monetaria, se realizaron igualmente profundas reformas estructurales. La principal fue, sin duda, el paso de un régimen de total dirección administrativa de los tipos de interés y de un sistema de control monetario directo, ejercido a través de los límites cuantitativos a la expansión del crédito interior, hacia una liberalización de los tipos de interés y a un sistema de control monetario indirecto.

La década de inestabilidad 1974-85 había obligado a practicar una *policy mix* donde el carácter restrictivo de la política monetaria desempeñaba un papel determinante. Aunque padeciera fases de debilidad, fue ese rigor monetario el que, pese a todo, evitó que el descontrol en otras áreas de la política económica crease desequilibrios aún mayores que los efectivamente registrados. Puede decirse que Portugal debe a los límites de crédito y al esfuerzo para mantener tipos reales de interés mínimamente adecuados en los varios tipos de instrumentos financieros el haber escapado, en ese período, a la hiperinflación.

Pero habiéndose normalizado, después de 1985, el control de la coyuntura económica, era deseable adoptar métodos de aplicación de la política monetaria más eficaces, ya que los límites de crédito constituyen una reglamentación cuantitativa y administrativa del mercado que atrofian

su desarrollo y que, por su propia naturaleza, padecen una erosión en sus efectos a medida que transcurre el tiempo desde su creación. Había que introducir métodos más compatibles con el nuevo marco competitivo del sistema financiero portugués, en el conjunto del mercado único europeo.

La transición de los sistemas de control administrativo del crédito hacia un libre funcionamiento de los mecanismos de mercado es siempre difícil y delicada. El sistema bancario portugués estaba habituado hacía años a vivir fuertemente encorsetado por las autoridades y, en buena medida, aislado de influencias exteriores. Fue necesario aplicar una estrategia gradual y cuidadosa para realizar la alteración deseada del sistema de control monetario.

A lo largo del año 1990 y comienzos de 1991, fue necesario realizar un trabajo muy profundo y complejo para introducir los nuevos mecanismos y adaptar las prácticas de los agentes al nuevo sistema. La carencia de referencias anteriores de comportamiento para algunas variables monetarias hacía aún más difícil la tarea y la previsión de sus resultados. La experiencia y la amistosa colaboración del Banco de España fueron apoyos preciosos para esta vasta operación.

Fue necesario revisar el régimen de coeficientes de caja, realizar una gran operación de drenaje de la liquidez excedentaria e instaurar nuevos procedimientos de tratamiento estadístico y fijar nuevas reglas de supervisión prudencial del sistema financiero. Todas las medidas se adoptaron teniendo en cuenta la creciente integración de la política monetaria y del sistema bancario portugués en el gran espacio comunitario.

La creación del mercado de deuda pública y la regulación de los mercados monetarios a través de operaciones de "mercado abierto" permitieron la "emancipación" de la política monetaria de la política presupuestaria, característica de los países financieramente desarrollados.

No es posible evocar este período de la historia monetaria reciente de Portugal sin recordar los temores que tal evolución causó. La cuestión era demoler el mecanismo restrictivo que había dominado el sistema monetario portugués durante más de una década, un mecanismo claramente deficiente y hasta perjudicial en varios aspectos, pero bien conocido. A la justificable ansia de conseguir una transición sin sobresaltos se unía el atractivo de lo que era familiar y el miedo de lo nuevo. Esto llevó a que muchos temieran el cambio, a pesar de estar de acuerdo con sus objetivos. Hoy, esos recelos se han disipado, pero su existencia fue un obstáculo bien patente que las autoridades tuvieron que vencer.

Además de esta transición hacia el control monetario indirecto, hay que llamar la atención sobre la extraordinaria transformación que, entretanto, venía registrando el sistema financiero portugués. Mantenido durante décadas en un estado de desarrollo muy rudimentario, el sistema financiero portugués se encontraba a finales de los años ochenta ante el desafío de un mercado europeo en vías de apertura total. La estabilización de la economía, conseguida después de 1986, permitió avanzar en la saludable dinamización de los mecanismos financieros.

La liberalización y desarrollo que los mercados financieros registraron desde 1985 representa, sin duda, una de las transformaciones más importantes del Portugal moderno. La apertura del sistema bancario a la iniciativa privada y el inicio del proceso de reprivatización de la banca, la liberalización de los tipos de interés y la creación de una pluralidad de nuevos instrumentos e instituciones financieras fueron factores que transformaron, y continúan transformando profundamente, el tejido económico nacional.

Todo este proceso fue, en cierto modo, coronado por la nueva Ley Orgánica del Banco de Portugal, publicada en octubre de 1990, en la cual se dibujaba ya el nuevo papel que el Banco Central asumía en una economía estabilizada e integrada en el marco comunitario.

Quizás el aspecto más significativo que de ahí se derive para la nueva *policy mix* portuguesa, sea el hecho de que esa ley prohíba casi íntegramente la concesión directa de crédito por el banco central al Tesoro y a otras entidades públicas. Aunque la renuncia a la financiación monetaria ya se efectuaba en la práctica hacía tiempo, la nueva Ley Orgánica del Banco de Portugal representa un corte radical con el pasado de acceso privilegiado del Estado al crédito, y formaliza una nueva fase en la conducción de la política de estabilización portuguesa.

Merece la pena decir aquí unas palabras sobre el vivo debate que se está desarrollando los últimos años en toda Europa y en el resto del mundo, sobre la independencia de los Bancos centrales. De un lado, encontramos una posición que defiende la integración de la política monetaria en la panoplia de instrumentos de la política coyuntural. En oposición a esta propuesta, se perfila la defensa de una *policy mix* que atribuye a la política monetaria, una preocupación exclusiva por la estabilidad de los precios. Para los autores que adoptan esta segunda posición, el comportamiento de la tasa de inflación, por lo menos a largo plazo, se considera autónomo respecto de las variables reales, en línea con la vieja noción del "velo monetario", por lo que el banco central debe orientar su actuación con independencia de las directrices de las autoridades presupuestarias.

Como no me encuentro entre aquellos que sacralizan la independencia absoluta de las autoridades monetarias, creo importante clarificar el punto esencial de la cuestión. Al impedirse que el banco central sea una fuente fácil de financiación para los gastos del Estado, se permite que la política monetaria sea autónoma de la política presupuestaria. Es ése el núcleo de la independencia de cualquier Banco central. Esta independencia no puede basarse en algo distinto.

Pero es importante no olvidar que independencia no significa contradicción o enajenamiento. Múltiples factores imponen la necesidad de una coordinación entre los distintos componentes de la *policy mix*. Por ejemplo, una política presupuestaria de recuperación económica y refuerzo del potencial de crecimiento de una economía no puede ignorar la política de tipos de interés; y la propia fijación de la forma de financiación no monetaria del déficit no deja de influir en el comportamiento de las variables monetarias.

Además, a los gobiernos les corresponde la conducción de la política general del país. La consagración absoluta de una zona de aislamiento y exclusividad política, sobre todo en un campo tan importante como es el monetario, no dejaría de dificultar la realización de concretos y definidos objetivos nacionales.

La conclusión es, por tanto, la siguiente: para conseguir la *policy mix* deseable, el Ministerio de Hacienda y el banco emisor, aunque sean autoridades autónomas en cuanto a política de estabilización, tienen que colaborar como responsables que son de las políticas presupuestaria y monetaria. Otra interpretación de la independencia de los bancos centrales no es favorable ni a la política de coyuntura ni a la política de desarrollo.

Pero la nueva fase de la *policy mix* incluyó también una modificación profunda en la política cambiaria. Apostando Portugal por una intensa dinamización de sus relaciones exteriores y, en particular, por la integración comunitaria, no podía mantener una política cambiaria que no se ajustara a las nuevas circunstancias.

Portugal vivía, desde 1977, en un régimen de devaluación deslizante del tipo de cambio nominal, a un ritmo mensual previamente anunciado (crawling peg) ligado a una cesta de monedas específica. Debe afirmarse que esta experiencia portuguesa de casi catorce años, de 1977 a 1990, representa uno de los pocos éxitos mundiales de este tipo de régimen cambiario. Durante el período de su vigencia, se consiguió evitar situaciones de ruptura en el frente exterior, se mantuvo la competitividad media de las empresas productoras de bienes comercializables y se conservó, con desvíos puntuales, la estabilidad en la trayectoria cambiaria.

Esto se debió no sólo a la flexibilidad demostrada por los salarios reales, que se ajustaron cuando fue preciso, a niveles inferiores, sino también a las características híbridas del sistema cambiario adoptado, que lo situaban, de hecho, a mitad de camino entre un sistema de cambios fijos y otro de cambios flexibles. El recurso a ajustes puntuales de la trayectoria deslizante del cambio, escasos pero significativos, fue un elemento importante para mantener la credibilidad del nivel del tipo de cambio.

Sin embargo, la estabilización que la economía portuguesa estaba realizando desde 1986 y, en particular, la importancia atribuida al control de la inflación, recomendaban variar la orientación de la política del tipo de cambio. El crecimiento de la inversión, el comportamiento favorable del ahorro interior, el dinamismo de las exportaciones portuguesas y el intenso flujo de capitales exteriores que se produjo a partir de 1986, recomendaban, desde luego, la desaceleración de la devaluación nominal del escudo.

Pero la necesidad del cambio de política era inevitablemente impuesto por el nuevo modelo de crecimiento asociado a la acelerada integración económica del país en la Comunidad y al fuerte dinamismo de la integración monetaria. No era posible mantener, en el umbral de los años noventa, un régimen cambiario definido en 1977 -en un marco en el cual el control de la inflación era un objetivo secundario- y orientado hacia la defensa de la competitividad a través de una reducción sistemática de los salarios reales.

Así, a partir de 1988, el régimen cambiario se fue reformando de forma que el apoyo central de la competitividad de la economía portuguesa, descansara en el aumento de la productividad y en factores cualitativos de diferenciación de los productos. Fue éste un viraje fundamental, aunque progresivo. En octubre de 1990, se adoptó una estrategia de acompañamiento de las reglas del SME, aunque sin entrar formalmente en su Mecanismo de Tipos de Cambio. Este *shadowing* del nuevo sistema de referencia por parte del escudo, dirigido por el Banco de Portugal, duró casi dos años y sirvió simultáneamente para comprobar las posibilidades de control de la moneda nacional y para permitir un período de adaptación de los agentes económicos nacionales -sobre todo, los exportadores- a un nuevo régimen de estabilidad cambiaria.

Todas estas mudanzas estructurales, de gran profundidad, realizadas en los campos presupuestario, monetario y cambiario, junto con la institucionalización del sistema de supervisión multilateral en el ámbito comunitario y la perspectiva de creciente coordinación comunitaria de políticas económicas, exigieron la revisión del encuadramiento a medio plazo de la política de estabilización en Portugal. Surgió, así, en junio de 1990, el "Quadro de Ajustamento Nacional para a Transição para a União Económica e Monetária" (QUANTUM). El nuevo medio plazo asume ya, como meta explícita, la Unión Económica y Monetaria.

Los propósitos del nuevo programa eran la continuación del proceso de consolidación presupuestaria y de reducción de la tasa de inflación, manteniendo el crecimiento de la economía.

De este modo, la evolución sería compatible con la profundización de la integración económica y monetaria, en una línea de convergencia nominal y real con la economía comunitaria.

La integración económica y monetaria transforma, de manera importante, la práctica de la política de estabilización. Como escribí recientemente en un manual universitario, *"en materia de estabilización, la integración económica tiene resultados ambiguos. Se pierden algunos instrumentos, pero se gana potencial en otros. Por un lado, la conexión a un espacio más vasto trae consigo los efectos de perturbaciones ajenas, pero diluye también los impactos de los choques por un espacio mayor. Y, sobre todo (...) se gana la eficiencia y el potencial dinámico de un vasto mercado competitivo"*.

Es importante no olvidar también que la integración tiene consecuencias importantes sobre los grupos de presión. En verdad, la integración económica perturba intensamente algunos miembros del statu quo, que ganan con la ineficacia y falta de competencia de un sistema cerrado. Por eso mismo, tal como lo hizo cuando luchó contra la inestabilidad económica, el Gobierno tuvo que enfrentarse con los grupos que se oponían a la evolución para proteger sus beneficios (en muchos casos verdaderas "rentas ricardianas") obtenidos debido a los atrasos, a las ineficacias y a la incertidumbre del marco económico prevaleciente hasta entonces.

Puede afirmarse incluso que la revolución necesaria en las mentalidades es, para un país como Portugal, la gran ventaja -y el gran desafío- de la integración económica. La adaptación de prácticas y sistemas de funcionamiento de los agentes económicos a un nuevo marco abierto y el encarar continuamente desafíos nacidos de la intensa interacción con otras áreas económicas, obligan a la modificación de comportamientos y transforman, de forma radical, el modo de funcionamiento de la economía. Pero sabemos que éste es el campo donde las resistencias se hacen sentir más intensamente, por lo que ese cambio exige mucha convicción, coraje y determinación para proseguir en el rumbo acertado.

5. El marco de la actual Policy Mix.

El marco general de coordinación comunitaria de las políticas de estabilización evolucionó radicalmente en los últimos años. El nuevo marco de referencia a medio plazo definido en Maastricht y la entrada en vigor del mercado interior en el comienzo de 1993, exigieron de todos los gobiernos una decisiva transformación en la forma de encarar la política de coyuntura. El incremento de la integración de los mercados de bienes, servicios y capitales, así como de la movilidad de las personas, que la profundización de la integración comunitaria está llevando a cabo, crea una intensa trama de interrelaciones que fuerza a la coordinación política de los estados miembros en varios campos, concretamente en el de la *policy mix*.

En efecto, tanto los aspectos esenciales de garantía de la independencia entre política monetaria y presupuestaria como una parcela sustancial del mecanismo destinado a evitar la existencia de déficit presupuestarios excesivos pasaron a aplicarse, a partir de comienzos de año, en los términos del Tratado de la Unión Europea. En esa ocasión, se inició también la actividad del Instituto Monetario Europeo, entre cuyas funciones se cuenta, precisamente, la de reforzar la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros.

En Portugal, la alteración de la combinación de políticas de coyuntura que imponía este proceso de integración comunitaria fue adoptada como la culminación de una evolución que venía siendo preparada y aplicada de forma cuidadosa desde 1986.

El principal elemento nuevo fue la liberalización financiera exterior, que Portugal adoptó, plenamente, eliminando los controles de capitales aún existentes, desde comienzos de 1993. Esta novedad fue el resultado de una audaz decisión de Portugal de adherirse al mercado único de servicios financieros, anticipándose a su calendario obligatorio.

Para consolidar el nuevo marco en que tendría que producirse el desarrollo del país y señalar, de forma más explícita, la alteración del régimen cambiario, Portugal se integró formalmente en el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo en abril de 1992. Fue ésta una decisión histórica que abrió una nueva fase en la evolución de la moneda portuguesa.

Estos cambios constituyeron un paso decisivo en la consolidación de una reorientación fundamental de la política de coyuntura que se venía diseñando desde varios años atrás. El sistema financiero portugués pasó a estar sujeto a una mayor competencia, lo que aumentó la presión a la baja de los tipos de interés. Los agentes económicos y sociales adquirieron una conciencia más clara de la relevancia de los diferenciales de crecimiento, con relación al exterior, de los costes salariales y de la productividad, para el mantenimiento de la competitividad de la economía portuguesa. El control de la inflación, que antes se realizaba en una economía aún parcialmente cerrada, a través del control del stock monetario, pasó a realizarse en un marco de libertad de movimientos de capitales, a través del afianzamiento de la estabilidad cambiaria.

Estos cambios no fueron fáciles. En particular, fueron arduos de asimilar para algunos segmentos importantes de la Administración portuguesa, reflejando distintas posiciones en cuanto a la deseabilidad del mantenimiento de un cierto grado de autonomía de la política monetaria interior en el control de la inflación. Esa autonomía de la política monetaria era, de hecho, uno de los elementos más afectados por la liberalización del mercado de capitales. En el marco de un régimen de cambios fijos y de movilidad de capitales, la política monetaria pierde, como se sabe, la capacidad de dirección autónoma interior. Esta afirmación resulta, no obstante, mitigada en el caso de la liberalización de capitales con movilidad imperfecta y de un mecanismo de tipos de cambio de banda ancha.

Además del progreso realizado en la armonización fiscal por la eliminación, en abril de 1992, del tipo cero del IVA, la dirección de la política presupuestaria experimentó recientemente un nuevo ajuste para adecuarla a las nuevas circunstancias. En realidad, a partir de 1992, el Gobierno pasó a controlar las cuentas públicas básicamente a través de la fijación de techos nominales para el gasto público sin intereses, controlando, pues, directamente, la absorción de recursos por el Estado. Esta mayor disciplina presupuestaria es asumida en el Programa de Convergencia para 1992-95, presentado en noviembre de 1992 a la Comunidad Europea, donde se define un marco de estabilización a medio plazo de la economía portuguesa compatible con los criterios y horizontes de convergencia previstos en el Tratado de Maastricht.

En el marco de fuerte recesión e inestabilidad cambiaria que ha caracterizado a Europa en los tiempos más recientes y de sus incidencias negativas sobre la economía portuguesa, la elección de la *policy mix* más adecuada no resulta tarea fácil.

Al dejar actuar los "estabilizadores automáticos" y dando un impulso fiscal a la recuperación económica, se pretende una reasignación intertemporal de la inversión y del consumo para suavizar las fluctuaciones y conseguir una distribución más equitativa de los costes entre generaciones.

Al mismo tiempo, el Gobierno reafirma el mantenimiento de los fundamentos de una política de consolidación presupuestaria a medio plazo, programando el retorno de los superávits primarios a partir de 1995, conforma al Programa de Convergencia revisado a finales del año pasado y excluyendo cualquier acomodación a eventuales desvíos en relación con el objetivo de la inflación.

El mantenimiento de la política de estabilidad cambiaria permite la continuación de la reducción de la inflación y la bajada de tipos de interés a medio y largo plazo. Finalmente, la moderación salarial, de la que el Estado da ejemplo, permite mantener el empleo y la competitividad de la economía.

El efecto de la transformación estructural, desencadenada por las profundas reformas interiores que fueron llevadas a cabo y por la apertura exterior, se manifiesta ahora simultánea y conjuntamente con los efectos negativos de la recesión internacional. La desorientación que muchos países sufrieron debido a esta crisis debilitó en algunos el propósito de estabilidad cambiaria y hasta la profundización de la integración económica y monetaria. Todos estos elementos sumados crean un marco coyuntural particularmente delicado y complejo. Pero estoy convencido de que los cambios estructurales realizados son un activo de elevada rentabilidad futura y que los éxitos de las fases anteriores nos dan la experiencia y la confianza necesarias para perseverar en el rumbo elegido y superar las dificultades actuales.

6. Conclusiones.

La experiencia portuguesa de realización de una política de estabilización constituye un caso único en Europa, por la profundidad de los cambios realizados en el corto espacio de seis años.

En el campo presupuestario, se ha pasado de una situación de descontrol de las cuentas públicas, con déficit muy elevados y financiados mediante el recurso a la creación monetaria y de instrumentos fiscales poco flexibles y eficaces, a una situación de fuerte disciplina del gasto público, en que se elimina la financiación monetaria del déficit y a un sistema fiscal operativo y eficiente. La política presupuestaria pasa a desempeñar así un papel privilegiado en el equilibrio interior, frente a las limitaciones resultantes de la autonomía de la política monetaria en el marco de la Unión Europea.

En el campo monetario, se ha pasado de una política basada en el control cuantitativo de la expansión del crédito interior y en un régimen administrativo de tipos de interés, con el objetivo esencial de asegurar la financiación del déficit exterior, a una política basada en un sistema de control monetario indirecto y en la liberalización de tipos de interés, orientada hacia el objetivo de estabilidad del tipo de cambio.

De un sector financiero en un estadio muy rudimentario de desarrollo, sujeto a fuerte reglamentación administrativa, cerrado a la iniciativa privada y a la competencia exterior, se ha pasado a un sistema plenamente integrado en el espacio comunitario, con total libertad de circulación de capitales y disponiendo de un abanico de instrumentos e instituciones similar al que se encuentra en los sistemas más sofisticados.

En el campo del tipo de cambio, se ha pasado de una política de devaluación deslizante, con el propósito de compensar los diferenciales de inflación en relación con el exterior para garantizar la competitividad, a una política de estabilidad del tipo de cambio, dentro del marco del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, del que el escudo es parte integrante.

En seis años escasos, por tanto, se ha alterado, de forma gradual pero firme, toda una filosofía de actuación del Estado y de los agentes económicos.

La *policy mix* de Portugal tras 1985 trató de corregir los errores de la década anterior de restricción financiera y adaptarse a lo largo del tiempo, a las circunstancias emanadas de la integración económica y monetaria europea. A lo largo de ese proceso de cambios de la *policy mix*, trató de conseguirse siempre un compromiso entre las exigencias de la coyuntura y el desarrollo, entre los principios teóricos y el pragmatismo, entre una referencia segura y procedimientos flexibles.

En pocos campos de la teoría económica se ha avanzado tanto durante las últimas décadas como en la política de estabilización. La integración europea trajo, a su vez, otros problemas y datos esenciales para la aparición de nuevos modelos. La realidad se va encargando de destruir los modelos estáticos y de exigir distintas decisiones para los nuevos desafíos, ante los que no cesa de colocarnos la complejidad del mundo moderno.

Pero, a pesar de los avances en la investigación y de todos los éxitos conseguidos, la combinación de políticas continuará siendo, como me ha enseñado mi experiencia de gobierno, un arte de difícil ejecución.

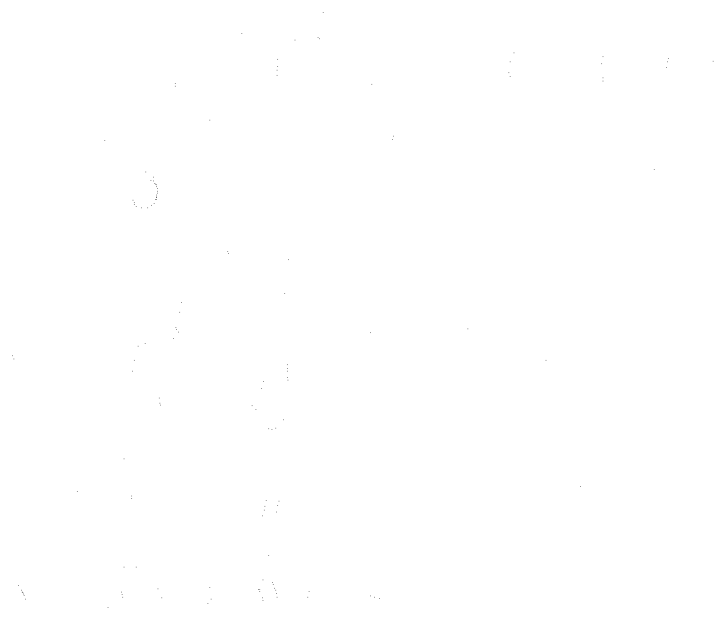


GRAFICO DEL MES

EL GRAFICO DEL MES

COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS DE CONSUMO EN 1993

La publicación por el Instituto Nacional de Estadística de los datos provisionales del Índice de Precios de Consumo (IPC) en diciembre último, ha dado lugar a un conjunto de comentarios, según los cuales, la escasa reducción de cuatro décimas en la tasa de variación del IPC, diciembre 1992 sobre diciembre de 1993, no se compadece con la caída de la demanda de consumo privado promovida por la profunda crisis económica.

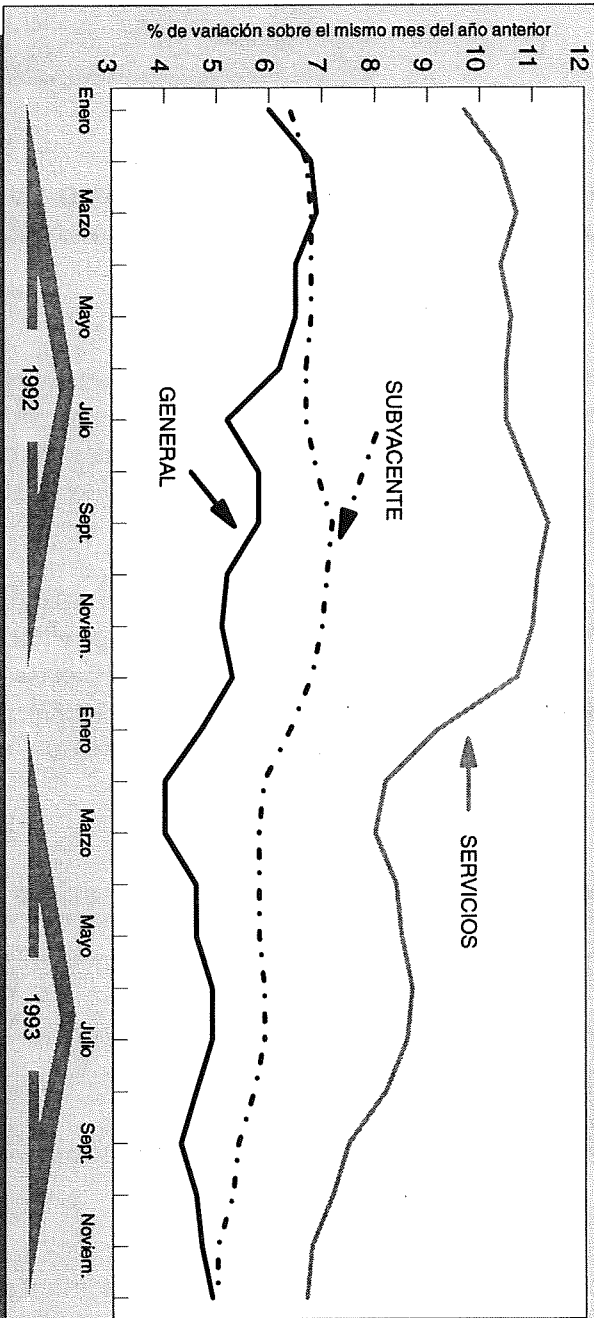
Si en lugar de comparar el IPC correspondiente a diciembre de 1992 y 1993, se calcula la media anual de los doce meses de cada año, el descenso del IPC entre 1992 y 1993 ha sido de 1.3 puntos porcentuales que se acomoda mejor a la evolución negativa de la demanda (El IPC en media anual de doce meses creció el 5.9% en 1992 y el 4.6% en 1993). La desigual evolución del precio de los alimentos, especialmente de los alimentos no elaborados, explica, en parte, esta aparente anomalía, como puede observarse en el siguiente cuadro:

EVOLUCION DEL IPC DEL COMPONENTE ALIMENTICIO

MEDIA ANUAL			
Variación 1991/1992	1.1	6.0	3.7
Variación 1992/1993	-3.1	4.4	1.1
DICIEMBRE S/DICIEMBRE			
Diciembre 1991/Diciembre 1992	-3.5	5.6	1.3
Diciembre 1992/Diciembre 1993	3.7	4.8	4.4

A lo largo de 1993 los precios de los alimentos frescos han aumentado el 3.7%, frente a caída del 3.5% en igual período de 1992. Pero con un comportamiento muy desigual que se traduce en descenso del 4.2% entre diciembre de 1992 y junio de 1993 y aumento del 8.3% entre junio y diciembre de 1993. Como la ponderación del componente de alimentos no elaborados en el IPC es del 11.9%, la caída de sus precios, hasta junio, supuso reducción de cinco décimas en el IPC general y el aumento de junio a diciembre incremento de un punto en el índice general. La explicación del alza del precio de los alimentos frescos hay que encontrarla en el crecimiento de los precios percibidos por los agricultores que en septiembre aumentaban el 13.6%, a consecuencia de los nuevos precios de referencia de la PAC, derivada de la devaluación de la peseta.

EVOLUCION DE LOS PRECIOS DE CONSUMO 1992 Y 1993
 (Tasa de variación sobre igual mes del año anterior)



INFLACION SUBYACENTE.

Excluida la evolución de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, cuya errática es manifiesta, se calcula la evolución del resto de componentes del IPC, agregado que ha dado en denominarse, "inflación subyacente", puesto que recoge la evolución de la parte menos errática del IPC, representativa de su tendencia. La tasa de variación de esta variable, como muestra el gráfico, ha acusado reducción de 1.8 puntos porcentuales entre diciembre de 1992 y 1993, al pasar de crecimiento del 6.8% al 5% en dichos meses. La media anual de la inflación subyacente aumentó el 6.8% en 1992 y el 5.7% en 1993, lo que supone reducción de 1.1 puntos, que es el dato que mejor representa la tendencia decreciente de la inflación española.

El gráfico contempla cómo la evolución del IPC general y la inflación subyacente, han tendido a igualar su crecimiento a la altura de diciembre último. Dato que demuestra cómo la errática en la evolución del precio de los alimentos y la energía queda corregida con el trascurso del tiempo. Si se mantiene la actual tendencia del crecimiento de los alimentos frescos y, en cierto modo, de la energía, no sería sorprendente que en 1.994 el crecimiento de la inflación subyacente se sitúe por debajo del IPC general.

Al analizar la evolución del IPC en 1.993, no puede desconocerse el efecto inflacionista promovido por las devaluaciones. Según la Dirección General de Previsión y Coyuntura los precios de los bienes de consumo importados crecieron en el periodo enero-noviembre el 6.2% respecto al año anterior, con tendencia más creciente en los tres últimos meses (8.6%).

LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS.

A la reducción de la tasa de crecimiento de la inflación subyacente, ha contribuido fundamentalmente la menor tasa de crecimiento del precio de los servicios adquiridos por los consumidores. Los precios de los servicios que crecían al 10.7% anual en diciembre de 1992, redujeron su incremento al 6.7% en diciembre de 1993. Reducción de cuatro puntos porcentuales, que expresa la considerable incidencia de la crisis de la demanda, más manifiesta en la evolución de los precios de los servicios que en los bienes físicos (alimentos preparados y bienes industriales) cuyos precios se redujeron sólo en 0.8 y 1.8 puntos porcentuales, afectados, como se ha dicho, por el encarecimiento de las importaciones a consecuencia de las devaluaciones.

La desaceleración del precio de los servicios se ha intensificado a partir de julio a razón de casi cuatro décimas mensuales. De persistir esta tendencia la desigualdad en el alza de los precios de consumo españoles se ajustaría a lo que acontece en otros países desarrollados. Existe, sin embargo, el riesgo de que esta mejora sea sólo circunstancial como consecuencia de la debilidad de la demanda. Motivo por el que los mejores resultados de los últimos meses, no deberían aparcar las medidas flexibilizadoras del mercado de servicios, de tal forma que se reduzca, al menos en parte, la evolución dual de los precios internos españoles, que tanto daño han causado a la competitividad de la industria española.

COMENTARIO FINAL.

No se puede enjuiciar el comportamiento de los precios españoles en 1993, si no se analiza lo acontecido en sus componentes más expresivos. Ni tampoco si no se diferencia la evolución

a lo largo del año (diciembre sobre diciembre), de la media anual (variación agregada de los doce meses del año).

Los precios de los servicios que en la ponderación del IPC, base 1992 = 100, tiene un peso del 30.6% en el IPC total, incidieron en el 51.6% en el alza del IPC, diciembre 1991 sobre diciembre de 1992, para descender al 42.5% entre diciembre de 1992 y diciembre de 1993. Aunque la incidencia de los precios de los servicios se ha rebajado entre 1992 y 1993, todavía el alza del precio de los servicios es superior a la del resto de sectores. La tendencia convergente del precio de los servicios, respecto a la media del IPC, que muestra el gráfico, debería proseguir en los próximos meses, aunque sea difícil eliminar totalmente los 1.8 puntos que en diciembre separaba la variación del precio de los servicios, respecto al IPC general.

INSTANTANEA ECONOMICA

**INSTANTANEA ECONOMICA
PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA**

Cuadernos de Información Económica Núm. 82; Enero 1994

RASGOS FUNDAMENTALES DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS EN LA UNION EUROPEA

El número 24 de Perspectivas Económicas de la OCDE, correspondiente a diciembre pasado, incorpora una información extensa sobre la evolución de las principales magnitudes económicas consolidadas en el conjunto de Administraciones Públicas de los países miembros, cuya glosa parece especialmente interesante, en la media que el déficit público constituye una de las grandes restricciones de la economía mundial y, probablemente, el mayor obstáculo para la articulación de una política expansiva en España que hiciera posible la generación del empleo que nuestra población demanda.

El hecho más característico y generalizado en la evolución de los últimos años de las cuentas públicas de los países desarrollados, estriba en el crecimiento manifestado por el déficit público estructural desde 1987 a 1993. En el grupo de los siete países más desarrollados, el déficit público estructural avanzó desde el 2.2% del PIB en 1987 al 3.1% en 1993. Aumento del 41% que explica una de las causas fundamentales de la actual crisis económica. Un problema generalizado del que sólo se excluye a Italia, Irlanda y Portugal, países que se caracterizan, sin embargo, por su alto déficit estructural, aunque en los últimos años, haya tendido a reducirse.

Al negativo comportamiento del déficit público estructural hay que añadir los efectos del déficit coyuntural o cíclico propiciado por la recesión económica, que sufren la mayor parte de los países europeos. Así, el aumento de 1.9 puntos porcentuales del déficit público total registrado entre 1987 y 1993, para el conjunto de países desarrollados de la OCDE, 0.9 puntos se atribuyen al aumento del déficit estructural, correspondiendo el punto restante al déficit coyuntural. La crisis económica ha tenido una gran incidencia en los elevados déficit públicos que soportan los países desarrollados, impidiendo la adopción de políticas expansivas para salir de la crisis.

RECURSOS CORRIENTES DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS.

Entre 1987 y 1993, tanto si se examina el comportamiento conjunto de los siete grandes países como los del área de la Unión Europea, los ingresos públicos totales de las Administraciones Públicas, han tendido a crecer con aumento de 1.3 puntos porcentuales del PIB en la Unión Europea. La tradicional diferencia de Estados Unidos y Japón, frente al conjunto de países comunitarios, en cuanto a su menor tasa de ingresos públicos (en términos de PIB) de unos 12 puntos porcentuales, se ha ampliado ligeramente.

RASGOS FUNDAMENTALES DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS. AÑOS 1987 A 1993
(En porcentaje del PIB)

	Recursos Corrientes			Empleos Totales			Déficit Público			Déficit Estructural			Deuda Pública Bruta		
	1987	1993	DIF	1987	1993	DIF	1987	1993	DIF	1987	1993	DIF	1987	1993	DIF
Estados Unidos	31.0	30.8	-0.2	33.4	34.5	1.1	-2.4	-3.7	-1.3	-2.8	-3.3	-0.5	52.0	63.4	11.4
Japón	32.6	33.2	0.6	32.2	34.3	2.1	0.4	-1.1	-1.5	1.3	0.8	-0.5	74.9	68.3	-6.6
Alemania	44.8	46.8	2.0	46.7	50.8	4.1	-1.9	-4.0	-2.1	-0.6	-3.7	-3.1	43.8	46.2	2.4
Francia	49.0	48.3	-0.7	50.9	54.3	3.4	-1.9	-6.0	-4.1	-0.3	-3.2	-2.9	47.2	57.1	9.9
Italia	39.3	45.1	5.8	50.2	54.8	4.6	-10.9	-9.7	1.2	-10.5	-7.6	2.9	92.6	114.0	21.4
Reino Unido	39.4	36.7	-2.7	40.7	44.9	4.2	-1.3	-8.2	-6.9	-2.1	-5.0	-2.9	48.6	47.3	-1.3
Canadá	39.7	42.7	3.0	43.5	49.7	6.2	-3.8	-7.0	-3.2	-4.4	-3.7	0.7	70.1	88.3	18.2
Siete Grandes	35.7	36.3	0.6	38.1	40.6	2.5	-2.4	-4.3	-1.9	-2.2	-3.1	-0.9	58.6	65.7	7.1
Bélgica	45.3	44.9	-0.4	52.6	51.9	-0.7	-7.3	-7.0	0.3	-5.6	-6.2	-0.6	131.5	141.6	10.1
Dinamarca	59.7	57.7	-2.0	57.3	62.0	4.7	2.4	-4.3	-6.7	1.8	-1.1	-2.9	55.9	66.2	10.3
Grecia	36.0	38.4	2.4	47.6	53.2	5.6	-11.6	-14.8	-3.2	-10.6	-14.5	-3.9	64.5	98.4	33.9
Irlanda	42.5	41.4	-1.1	50.4	44.6	-5.8	-7.9	-3.2	4.7	-5.6	-4.1	1.5	117.1	92.1	-15.0
Holanda	52.6	51.7	-0.9	57.7	55.8	-1.9	-5.1	-4.1	1.0	-3.6	-4.2	-0.6	73.5	80.6	7.1
Portugal	36.2	42.5	6.3	43.5	50.7	7.2	-7.3	-8.2	-0.9	-5.7	-4.5	1.2	72.4	67.6	-4.8
España	36.4	39.7	3.3	39.6	46.9	7.3	-3.2	-7.2	-4.0	-3.2	-5.9	-2.7	49.4	57.4	8.0
Unión Europea	43.3	44.6	1.3	47.3	51.3	4.0	-4.0	-6.7	-2.7	-3.4	-4.9	-1.5	60.1	68.0	7.9

Fuente: Perspectivas Económicas OCDE, nº 54. Diciembre 1993.

En el conjunto de países comunitarios, entre 1987 y 1993, los ingresos públicos, en términos de PIB, aumentaron en 1.3 puntos porcentuales del PIB con diferencias considerables entre ellos. Disminuyeron los ingresos públicos, como consecuencia de las reformas introducidas en su modelo impositivo, en el Reino Unido y Dinamarca, que redujeron en 2.7 y 2 puntos porcentuales del PIB sus ingresos públicos. Moderadamente se redujo el ingreso público en Francia, Bélgica, Irlanda y Holanda. En algunos de ellos como el Reino Unido, Dinamarca y Francia, la reducción de ingresos públicos ha tenido incidencia en un mayor déficit público.

Los países comunitarios que registraron mayor crecimiento de sus ingresos públicos, como consecuencia de la mayor presión fiscal, fueron Italia, Portugal y España, con aumentos entre 5.8 y 3.3 puntos porcentuales del PIB en el quinquenio comentado.

GASTOS TOTALES DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS.

En el período 1987-1993 se ha expandido el gasto público en todos los países miembros de la Unión Europea, con la excepción de Irlanda, Holanda y Bélgica que redujeron en 5.8, 1.9 y 0.7 puntos porcentuales su gasto público en términos de PIB.

El gasto público en Estados Unidos creció moderadamente (1.1 puntos porcentuales del PIB) y muy intensamente en Japón y Canadá en línea con la Unión Europea.

Entre los países comunitarios destaca el crecimiento del gasto público entre 1987 y 1993 de España y Portugal, gasto que se incrementó en 7.3 y 7.2 puntos porcentuales del PIB, frente al 4% de la media de la Unión Europea. España que en 1987 registraba un gasto público total equivalente al 39.9% del PIB (7.7% puntos menos que la media comunitaria), elevó su gasto público hasta el 46.9% en 1993, reduciendo la diferencia con la media comunitaria a sólo 4.4 puntos porcentuales.

DEFICIT PUBLICO (SALDO ESTRUCTURAL Y SALDO COYUNTURAL).

El saldo financiero de las Administraciones Públicas, especialmente de los países comunitarios que en 1987 supuso el 2.4% del PIB conjunto del área, se elevó hasta el 4.3% en 1993. De los 1.9 puntos porcentuales de aumento, 0.9 puntos se atribuyen a un mayor déficit estructural y un punto al déficit coyuntural propiciado por la crisis económica.

Junto a España (7.2%) superan el déficit público medio de la Unión Europea (6.7% del PIB), Grecia (14.8%), Italia (9.7%), Reino Unido y Portugal (8.2%) y Bélgica (7%). Aparte de Japón, cuyo déficit público se limitaba en 1993 al 1.1% de su PIB, el resto de países analizados se situaban entre el 3.2% de Irlanda y el 6% de Francia. El déficit público es una constante en todos los países comunitarios, lo que dificulta un crecimiento económico suficiente y estable.

El déficit público estructural se ha estimado para el conjunto comunitario en 1993 en el 4.9% del PIB consolidado de los doce miembros. Japón muestra superávit estructural del 0.8% y Estados Unidos y Canadá, déficit del 3.3 y 3.7% del PIB, algo inferiores a la media comunitaria. Los países comunitarios con mayor déficit estructural en 1993, según la OCDE, eran Grecia (14.59%), Italia (7.6%), Bélgica (6.2%) y España (5.9%).

La crisis económica ha afectado a todos los países comunitarios como lo muestra el hecho de que el déficit público total en 1993 ha superado el estructural en todos ellos, excepto en Irlanda y Holanda. El déficit coyuntural promovido por la crisis económica, según las estimaciones de la OCDE, ha incidido más intensamente en Portugal, Reino Unido y Dinamarca con incremento superior a tres puntos porcentuales del PIB. En segundo lugar aparecen Francia e Italia, con más de dos puntos. Según la estimación de la OCDE, (que puede resultar corregida cuando se disponga del déficit público definitivo de 1993) el déficit público coyuntural español en 1993 ha sido sólo del 1.3% del PIB, dato que no resulta muy coherente con la caída de los ingresos impositivos, que tienen un claro componente coyuntural.

DEUDA PUBLICA.

La acumulación de déficit públicos entre 1987 y 1993, se ha traducido en un considerable aumento de la Deuda Pública de los países desarrollados, calculada en relación al PIB. En el conjunto de los siete grandes países, la deuda pública viva ha aumentado en 7.1 puntos porcentuales del PIB, pasando del 58.6% en 1987 al 65.7% en 1993. En el conjunto de países comunitarios, la deuda pública ha crecido entre 1987 y 1993 en 7.9 puntos porcentuales del PIB, pasando del 60.1% en 1987 al 68% en 1993.

Los países comunitarios que superaban la media de Deuda Pública, en términos de PIB en 1993, eran Bélgica (141.6%), Italia (114%), Grecia (98.4%), Irlanda (92.1%) y Holanda (80.6%). Los países comunitarios con menor deuda pública son Alemania (46.2%) y Reino Unido (47.3%). España ha aumentado su deuda pública en ocho puntos porcentuales del PIB entre 1987 y 1993, situándose en el 57.4%, lo que la aproxima peligrosamente al 60% establecido en Maastricht en las condiciones de convergencia comunitaria.

LOS LIBROS DEL MES

LA INDUSTRIA Y EL COMPORTAMIENTO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS.
ENSAYOS EN HOMENAJE A GONZALO MATO.- Eds. J.J. Dolado, C. Martín y L.
Rodríguez Romero.- *Jose Luis Raymond*

NOTICIAS DE LIBROS

La industria y el comportamiento de las empresas españolas: ensayos en homenaje a Gonzalo Mato, Editores: J.J. Dolado, C. Martín y Rodríguez Romero, Alianza Editorial, 1993.

El fallecimiento inesperado y repentino en Agosto de 1991 del profesor Gonzalo Mato, ingenioso economista y autor de rigurosos estudios sobre el sector industrial español, impulsó a los editores de este libro a ofrecerle un homenaje. Un buen tributo que puede rendirse a un académico, es dedicarle una obra también académica, cuya rigurosidad guarde parangón con la trayectoria científica del homenajeado. El libro que se comenta satisface plenamente este requisito y está estructurado en forma de nueve ensayos, precedidos de una introducción general, que permiten ahondar en cuestiones básicas del sector industrial español.

El capítulo introductorio, escrito por los editores, justifica la importancia del sector industrial en las economías desarrolladas. Se destaca el hecho de que la aparente pérdida de peso del sector industrial en el PIB y la ganancia de participación de los servicios, proceso que suele ocurrir en paralelo al crecimiento económico, es en parte un espejismo resultante del fenómeno precios. En particular, en el caso español, a precios constantes, el peso del sector industrial en el PIB se ha mantenido prácticamente estable en las dos últimas décadas. Sucede, no obstante, que a precios corrientes su participación ha descendido, a consecuencia del mayor crecimiento de la productividad sectorial y de la consiguiente reducción de precios relativos. Adicionalmente, el sector industrial tiene elevada capacidad de arrastre de otros sectores productivos, subproducto del entramado de relaciones intersectoriales. El capítulo transmite la idea de que es difícil lograr un desarrollo sostenido si éste no se fundamenta en un sano fortalecimiento del sector industrial. Empero, desde 1986 el sector industrial en nuestro país atraviesa una difícil situación. Hasta las devaluaciones últimas de la peseta, el sector industrial se ha hallado entre la espada de unos costes crecientes motivados por el comportamiento de los salarios y de los tipos de interés, y la pared de una competencia internacional que impedía la traslación de costes a precios. En esta tesitura no sorprende que se haya producido una cierta destrucción de parte del tejido productivo industrial. En el período 1987-1990, el espejismo de unos buenos resultados en términos globales de crecimiento del PIB, probablemente impidió percatarse plenamente de las dificultades que experimentaba la industria española. El libro que se comenta, en sus diversos capítulos, se refiere a distintos aspectos de esta realidad.

El primer capítulo, escrito por Manuel Arellano, es de tipo instrumental y está orientado a presentar una metodología de análisis que se utiliza con extensión en toda la obra. Es, concretamente, la econometría de los datos de panel. El trabajo tiene indiscutible interés para todos aquellos economistas que se enfrentan a la tarea de estimar, o de contrastar, relaciones económicas partiendo de observaciones individuales (empresas, por ejemplo) disponibles a lo largo del tiempo. El tratamiento de los datos de panel, progresivamente más frecuente en los análisis empíricos, sólo recientemente ha comenzado a recibir la atención debida en los manuales de econometría. Por ello, el trabajo de Arellano, cumple una importante función.

El capítulo 2, escrito por Cristina Mazón, analiza la relación existente entre rentabilidad empresarial y concentración sectorial. Entre otros, halla el resultado de que las empresas líder

tienden a ser más eficientes que sus rivales, a la vez que los mercados más concentrados facilitan la colusión.

Los capítulos 3 y 4, de César Alonso y Samuel Bentolila, y de Enrique Giner respectivamente, se ocupan de explicar las decisiones de inversión a nivel empresarial utilizando la "q" de Tobin. Un hecho observado es que diversas variantes de los tradicionales modelos de acelerador tienen, en general, una capacidad explicativa más elevada que los modelos tipo "q" de Tobin^(*). A pesar de ello, los modelos "q" de Tobin son, desde una perspectiva conceptual, atractivos por su simplicidad: Las empresas, según Tobin, invierten si el valor de mercado de los nuevos activos excede al valor de reposición. Este tipo de modelización subraya pues los elementos de rentabilidad como factor condicionante de la inversión empresarial. La menor capacidad explicativa de esta formulación que la derivada de los tradicionales modelos de acelerador puede deberse, entre otras razones, a problemas de implementación empírica de la "q", tales como la consideración de la "q" promedio en lugar de la marginal, el tratamiento de los intangibles o la exclusión de ciertas variables que en determinados contextos pueden ser relevantes. En este sentido, el trabajo de Alonso y Bentolila trata de complementar la formulación de la "q" de Tobin con la consideración de variables de tipos financieros, mientras que el de Giner se refiere a los problemas de agregación.

Los capítulos 5 y 6, escritos por María Arrazola, y por Javier de Andrés y Jaume García, se ocupan de analizar las imperfecciones del mercado de capitales y sus efectos sobre la demanda de empleo de las empresas, y de estudiar el proceso de formación de los salarios en la industria española. Este último trabajo contrasta las implicaciones de un modelo de "insiders-outsiders", destacando el resultado de la escasa respuesta de los salarios al comportamiento específico de la productividad en la empresa.

Los capítulos 7 y 8 se centran en la competitividad internacional de la economía española. El capítulo 7, elaborado por Carmela Martín y Lourdes Moreno, aborda los factores determinantes de las exportaciones industriales a la C.E., llegando a la conclusión de que la diferenciación vertical es un importante factor condicionante de las exportaciones. Por tanto, la moderación de costes no es una condición suficiente para el fomento de las exportaciones si no va acompañada de un esfuerzo en términos de diferenciación y calidad del producto, elementos que suelen omitirse en las formulaciones de tipo agregado. Por lo que respecta al capítulo 8, escrito por José Fariñas y Elena Huertas, examina la relación entre rentabilidad y apertura comercial.

Por último, el capítulo 9, del que es autor Luis Rodríguez Romero, presenta un modelo simultáneo que analiza la relación entre actividad tecnológica y actividad económica, a través de la consideración del efecto tamaño de la empresa sobre la investigación tecnológica y su impacto sobre la capacidad de crecimiento.

En conjunto, se trata de un buen libro, escrito con rigor, que profundiza en distintos tópicos relacionados con la economía industrial española. La obra está orientada hacia economistas en general, pero puede ser también muy útil para ilustrar la aplicación de la econometría al estudio

(*) Véase, por ejemplo, el capítulo VI de E.R. Berndt: "The Practice of Econometrics", Addison-Wesley 1991, en donde se presenta un análisis comparativo de la capacidad explicativa de distintos modelos de inversión.

de problemas concretos de la realidad económica española. Como hace años señalara Haavelmo, con objeto de lograr el avance de la ciencia económica, es preciso tender un puente entre los hechos y las teorías. El libro que se comenta tiende diversos puentes, a la vez que ilustra a sus lectores acerca de la forma de construirlos. Uno de los principales atractivos del conjunto de ensayos que integran la obra reside precisamente en este extremo, aproximación a la realidad que está en consonancia con el espíritu que presidió los trabajos de Gonzalo Mato en su desgraciadamente corta pero intensa vida académica.

José L. Raymond

NOTICIAS DE LIBROS

Gestión de Carteras. Eficiencia, Teoría de Cartera, CAPM, APT.

Fernando Gómez-Bezares

Bilbao, 1993, Editorial Desclée de Brouwer, 179 págs.

Desde la aparición del trabajo seminal de Harry Markowitz, "Portfolio Selection" al comienzo de la década de los cincuenta, han aparecido una serie de trabajos perfeccionando el modelo y adaptándolo a las circunstancias geográficas y económicas a que hubiera lugar. Esta obra se inscribe en esa línea de avance y adaptación. El libro se dirige a las personas vinculadas a las decisiones de inversión y en particular a quienes invierten en bolsa, formando carteras de títulos. Aunque en la gestión de carteras la intuición y la experiencia tienen importancia, no es menos cierto que toda la tecnología desarrollada a lo largo de estos años, desde el cálculo de valores descontados hasta la utilización del análisis factorial, representa una ayuda imprescindible para quien trate de valorar una serie de activos que es la esencia de toda inversión, y por ende de gestión de carteras de valores. La obra consta de siete capítulos, comenzando por la valoración de activos, para terminar con la revisión de algunas contrastaciones del CAPM y el modelo de valoración por arbitraje. Aunque estos siete capítulos forman una unidad, el lector según su grado de formación puede ir directamente a los capítulos más avanzados pues cada uno tiene unidad en sí mismo.

Introducción a la Administración de Empresas.

Alvaro Cuervo García (Director)

Madrid, 1994, Editorial Civitas, 499 págs.

Este libro es el resultado del esfuerzo conjunto de un grupo de profesores de Administración y Dirección de Empresas de varias Universidades españolas que, bajo la dirección del profesor Alvaro Cuervo y la coordinación del Dr. Camilo Vázquez han diseñado un texto para ser utilizado por los estudiantes de las Licenciaturas en Ciencias Económicas y Administración y Dirección de Empresas y de las Diplomaturas en Ciencias Empresariales. La obra pretende conjugar el carácter introductorio con la incorporación de estudios avanzados. Así a lo largo del texto se ofrecen respuestas a cuestiones como la explicación económica sobre la génesis, límites y desarrollo de la empresa; las distintas concepciones en materia de objetivos; las teorías de la organización y recursos humanos, y los procesos de globalización de los mercados. El libro consta de dieciocho capítulos divididos en cinco partes que se dedican al estudio de los aspectos generales de la empresa, la función directiva y las áreas de producción, marketing y finanzas.

Fiscalidad y Empresa Familiar.

Emilio Albi

Madrid, 1994, Instituto de la Empresa Familiar, 232 págs.

Acaba de editarse este nuevo libro sobre la empresa familiar y su fiscalidad. La novedad es que trata probablemente por primera vez de la empresa familiar desde diferentes perspectivas y sobre todo incluye un análisis de la situación fiscal respecto de la imposición patrimonial. El libro se divide en cinco capítulos referidos respectivamente al concepto y características de la empresa familiar, al estudio de la tributación empresarial en España, a la fiscalidad de la empresa familiar en España, a hacer un análisis comparado de las políticas tributarias respecto a la tenencia y transmisión de patrimonios empresariales (en este capítulo se incluye un anexo en el que se comparan los impuestos sobre la renta personal, sociedades, patrimonio y sucesiones y donaciones en Alemania, Francia, Reino Unido, Holanda y España) y, finalmente, se añade un capítulo de conclusiones. El libro no sólo describe y analiza la situación de la empresa familiar y su fiscalidad desde la perspectiva individual de la empresa sino desde la perspectiva más amplia del contexto económico, ya que los objetivos últimos no son otros que los de su subsistencia y competitividad.

Financiación Autonómica y Corresponsabilidad Fiscal en España.

Carlos Monasterio y Javier Suárez Pandiello

Bilbao, 1994, Fundación Banco Bilbao Vizcaya, 169 págs.

Este libro es fruto de un debate organizado por el Centro de Estudios sobre Economía Pública de la Fundación BBV titulado "Corresponsabilidad Fiscal en el Estado de las Autonomías", que estuvo dirigido a representantes de las Comunidades Autónomas, funcionarios de la Administración Central, universitarios y estudiosos, y pretendía ofrecer un foro de análisis y discusión sobre las distintas perspectivas de corresponsabilidad fiscal, con el fin de enriquecer los argumentos que sirvieran de base para dar un perfil más definitivo a la fiscalidad de las Comunidades Autónomas. El libro de la serie "Documenta" se divide en dos partes con seis y siete apartados respectivamente. En la primera, titulada "Luces y sombras del sistema de financiación autonómica" se describe el sistema de financiación del período transitorio (1938/86) y del llamado período definitivo (1987/91) y se tratan los instrumentos de financiación autonómica, el sistema de transferencias, el endeudamiento autonómico y el acuerdo de financiación autonómica para el período 1992/96. En la segunda parte, titulada "La corresponsabilidad fiscal en el Estado de las Autonomías", se describe el marco general y los planteamientos teóricos sobre la corresponsabilidad fiscal, se hace un análisis comparado, se valoran algunas experiencias, se estiman los efectos de la misma sobre la solidaridad interregional y se trata la coordinación del sistema de financiación autonómica. Es un libro muy completo y de gran calidad en el que se resumen los principales problemas financieros de las Comunidades Autónomas, que no sólo enriquecerá el debate, sino que también facilitará la introducción a un tema de tanta actualidad como es el de la financiación autonómica.

ISSN 8411329386



9 778411 329386