

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL
RESERVADO**

EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN
CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO

Cuaderno nº 3 Junio 1.987

Ejemplar N.º 71



EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN
CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO

Cuaderno nº 3 Junio 1.987

Sumario

- Presentación.
- El sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.
- Perspectivas a medio plazo de los países de la O.C.D.E.: 1.988-1.992.
- RESUMEN DE PRENSA: La información económica en la prensa extranjera.
- LOS ARTICULOS DEL MES.
- Gráficos del mes.

* CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA es una publicación exclusiva para presidentes y directores de Cajas de Ahorros y se distribuye con carácter confidencial y reservado.

PRESENTACION

La noticia financiera reciente de más trascendencia es, sin duda, el desarrollo de la regulación del sistema de anotaciones en cuenta de la Deuda del Estado, cuya creación se dispuso por el R.D. 505/1987, de 3 de abril. A su descripción y análisis se ha dedicado el trabajo inicial de este nuevo número de CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA.

La nota sobre "Perspectivas económicas a medio plazo de los países de la OCDE: 1988-1992" intenta orientar a los lectores sobre la evolución de las economías occidentales en los próximos años con base en una serie de escenarios alternativos, teniendo en cuenta las obvias interdependencias entre los diferentes países. Se trata de un análisis crítico sobre un reciente documento elaborado por el Departamento de Economía y Estadística de la OCDE.

Los artículos de mes, que complementan al resumen de las noticias de prensa extranjera, ofrecen en esta ocasión una visión de la economía española desde la perspectiva de los grandes empresarios italianos. El artículo de Tullio Fazzolari apunta a su "Gran desembarco" en nuestro país. Nuestra adhesión a la Comunidad Europea les ha permitido, tal vez, descubrir en España una economía joven y pujante que ofrece importantes posibilidades de negocios futuros. La propia opinión de uno de los más significados empresarios italianos - el Presidente de Olivetti, Carlo De Benedetti -, al hilo de sus reflexiones sobre la "Economía Mundial" en la Reunión Costa Brava del Círculo de Economía, que también se recoge en este número de CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA, no deja lugar a la duda sobre esta positiva valoración. Incluimos, finalmente un artículo de Henry Tanner, publicado en el In-

ternational Herald Tribune, a finales de mayo, con el título "Italia: el triunfo de los empresarios", que viene a complementar a los anteriores dando una visión breve, pero ajustada, sobre la pujante actividad de la empresa italiana en los últimos tiempos.

Los gráficos del mes se centran en la dispar e intensa evolución alcista de los tipos de interés a corto plazo -nominales y reales- en los primeros meses de 1987 en España, -comparada con las tendencias más estables en una serie de -países seleccionados.

Esto es, en síntesis, lo que los lectores encontrarán - en las páginas que siguen de este número 3 de CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA, realizado, como los anteriores, con la esperanza de ofrecer una información reservada y útil sobre nuestra realidad y su entorno.

3 de Mayo de 1987.

EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA
DE DEUDA DEL ESTADO

Miguel Pellicer.

I N T R O D U C C I O N

Históricamente, la incorporación del derecho al documento, característica del título-valor, fue decisiva para el desarrollo de los mercados de capitales. Posteriormente, con la masificación de estos mercados, la manipulación de títulos físicos que exigía dicha incorporación se fue mostrando, cada vez más, como un obstáculo para el funcionamiento eficiente del tráfico mercantil. Este es el origen de un proceso de desincorporación del valor al título, que, con características específicas, se ha manifestado en todos los países industrializados.

En el caso español, una manifestación evidente de este proceso fue el Nuevo Sistema de Liquidación y Compensación adoptado por las bolsas de comercio en 1.974. Sin embargo, el antecedente más inmediato del sistema que ahora se implanta se registra en los mercados monetarios, con la experiencia de los certificados de regulación monetaria del Banco de España y la aparición y consolidación del mercado de pagarés del Tesoro formalizados en anotaciones en cuenta. Como en los demás países, la culminación de este proceso de desincorporación ha sido posible gracias a los avances informáticos, que han permitido la sustitución del anterior soporte documental por simples referencias, procesables mediante ordenadores.

Aunque las anotaciones en cuenta son susceptibles de ser utilizadas con todo tipo de valores de renta fija y variable, razones de prudencia han aconsejado su introducción gradual, empezando por la deuda del Estado. Surge así el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado

(SACDE), configurado como un procedimiento para la tenencia y transmisión de valores emitidos por el Estado, en el que los derechos de sus adquirentes están asentados en una Central de Anotaciones, servicio público cuya gestión ha sido delegada en el Banco de España.

VALORES INCLUIDOS.

Inicialmente, está prevista la incorporación al SACDE de la futura deuda del Tesoro a corto plazo y de deuda a medio y largo plazo. En el caso de esta última, seguirán existiendo títulos-valores; por tanto, su materialización en anotaciones en cuenta deberá ser autorizada para cada emisión y solicitada por los suscriptores. Han sido fijados tanto el procedimiento para la transformación de una a otra instrumentación como las emisiones en circulación susceptibles de ser incorporadas al SACDE.

La futura deuda del Tesoro a corto plazo únicamente existirá en forma de anotaciones en cuenta. Finalmente, la incorporación de los pagarés del Tesoro al nuevo sistema ha quedado pospuesta por el momento.

AGENTES PARTICIPANTES.

Razones operativas, fácilmente comprensibles, han llevado a limitar el número de instituciones que pueden ser titulares de cuentas de deuda del Estado en la Central de Anota-

ciones. Un primer grupo (en lo sucesivo, titulares) sólo pueden mantener en dichas cuentas anotaciones de su propia cartera. Para ser titular, se exige: a) contar con unos recursos propios no inferiores a 200 millones de pesetas; b) pertenecer a alguna de las 23 categorías de instituciones financieras fijadas por el Ministerio de Economía y Hacienda; c) sujetarse a las reglas de funcionamiento del SACDE y del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD); d) someter su actividad a la supervisión y control del Banco de España, respetando las limitaciones de riesgos que establezca y facilitándole cuanta información solicite sobre su liquidez y solvencia, en particular balances auditados por empresas de reconocido prestigio.

Un caso particular de titulares de cuentas en la Central de Anotaciones son las llamadas entidades gestoras, que pueden mantener dentro de dichas cuentas tanto anotaciones de su propia cartera como de sus clientes (denominados en la normativa "terceros" o "comitentes"). Para ser entidad gestora se exige, además de ser titular de cuenta: a) contar con unos recursos propios mínimos de 750 millones de pesetas, que deberán ampliarse a 1.000 millones en el plazo de dos años; b) pertenecer a alguno de los siguientes grupos: b.1) banca privada, incluido el Banco Exterior de España; b.2) cajas de ahorros y Caja Postal de Ahorros; b.3) sociedades mediadoras en el mercado de dinero; b.4) sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados; c) someterse a las reglas de funcionamiento del SACDE y del STMD; d) contar, a juicio del Banco de España, con la organización, sistemas de control y medios técnicos adecuados para desarrollar su función; e) someter su actividad a la supervisión y control del Banco de España, respetando las limitaciones

de riesgos que establezca y facilitándole cuanta información solicite, en particular balances auditados por empresas de reconocido prestigio; f) cumplir las obligaciones de información y retención fiscal que les afecten; y g) en relación a los saldos de sus clientes, cumplir las normas que se detallan en el apartado siguiente.

Las solicitudes para ser titular de cuenta o entidad gestora deben presentarse, firmadas por persona con poder bastante, al Banco de España, que los remitirá, junto con su informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, cuya decisión será notificada a la Central de Anotaciones.

Las restantes personas físicas y jurídicas (en lo sucesivo clientes) sólo pueden tener deuda pública anotada en el seno de las cuentas de las entidades gestoras.

Finalmente, aunque su actividad no ha sido regulada, hay que mencionar a los agentes mediadores (brokers), que actúan sin tomar posiciones propias y, por tanto, sin asumir riesgos, y cuya misión fundamental es facilitar una formación eficiente de los precios, reduciendo, a la vez, los costes de información.

RELACIONES DE LAS ENTIDADES GESTORAS CON SUS CLIENTES.

Dado que en las cuentas mantenidas por las entidades gestoras en la Central de Anotaciones figuran valores de su propia cartera y de sus clientes, las relaciones entre éstos y aquéllas se han regulado detalladamente.

Estas entidades gestionan, como comisionistas de sus clientes, la adquisición, mantenimiento y transmisión de la deuda anotada, haciéndoles seguir las liquidaciones de intereses y amortizaciones que les correspondan. De igual forma, gestionan su negociación en el mercado secundario y los procesos de compensación, liquidación y cambios de titularidad a que den lugar. Actúan también como delegadas del Tesoro, lo que les obliga, mediante los oportunos registros, a tener permanentemente identificados a sus clientes y a garantizar la continua y exacta correspondencia entre los saldos mantenidos por éstos en la entidad y los que ésta mantenga, debidamente desglosados, en su cuenta de la Central de Anotaciones.

Dentro del saldo global de su cuenta en la Central de Anotaciones, los saldos que las entidades gestoras desglosen como correspondientes a sus clientes, deben estar libres de trabas; no pudiendo, por tanto, estar afectos a garantías, compromisos de reventa u otras restricciones. Esto supone que las entidades gestoras sólo pueden vender a sus clientes, con compromiso de recompra, la deuda anotada que ellas hubieran adquirido a vencimiento. Esta restricción no será aplicable a la futura deuda del Tesoro a corto plazo.

A efectos de control, las entidades gestoras están obligadas a entregar a sus clientes resguardos acreditativos de la formalización de anotaciones en cuenta a nombre de éstos. Los resguardos, que deben estar codificados de forma que se garantice su correspondencia con los registros de la entidad y con la información comunicada a la Central de Anotaciones, no son transmisibles, negociables, ni representativos del valor, y sólo acreditan la formalización de la

anotación y su identificación. Independientemente de ellos, las entidades gestoras deben facilitar a sus clientes documentos acreditativos de los saldos que mantengan por cuenta de éstos en la Central de Anotaciones.

Buscando la seguridad jurídica de sus clientes, las anotaciones que, siguiendo la normativa establecida, realicen las entidades gestoras en relación con los saldos de sus clientes que hayan sido comunicados a la Central de Anotaciones y asentados por ésta, tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central de Anotaciones. En los términos que establezca el Banco de España, las entidades gestoras mantendrán expuestos a disposición de sus clientes sus tarifas, condiciones de negociación y otras informaciones que se determinen. Asimismo, se ha regulado la forma en que los clientes pueden cambiar de entidad gestora. Finalmente, el Servicio de Reclamaciones para Usuarios del Crédito, dependiente del Banco de España, atenderá las que presenten los clientes de las entidades gestoras.

INMOVILIZACION DE SALDOS.

El SACDE tiene prevista la inmovilización de saldos afectos al cumplimiento de derechos de garantía, afianzamiento u otras cauciones, así como a solicitud de la autoridad judicial. Para ello, los poseedores de los correspondientes saldos deben solicitarlo a la Central de Anotaciones, directamente si son titulares de cuentas, o a través de su entidad gestora en caso contrario. Previa comprobación del saldo, dicha Central expedirá la correspondiente certificación no-

minativa en el plazo máximo de una semana. El levantamiento de la inmovilización se realiza con los mismos trámites y plazos, y exige la presentación de la certificación antes citada. Si la fecha de amortización se produjera estando los valores inmovilizados, la Central de Anotaciones ejercerá el derecho de reembolso y el importe efectivo resultante quedará asimismo inmovilizado. Por su parte, los intereses que venzan durante la inmovilización de un saldo serán abonados a su poseedor.

La inmovilización de saldos de un cliente produce, mientras dure, la baja en los saldos de clientes que su entidad gestora mantiene en la Central de Anotaciones.

OPERACIONES.

a) Gestión de la deuda anotada.

El primer grupo de operaciones previstas en el SACDE encuadra las que corresponden a la habitual gestión de la deuda pública. Comprende, en primer lugar la emisión, que da lugar a que la Central de Anotaciones abone en las correspondientes cuentas de valores los importes nominales adjudicados. En las cuentas de las entidades gestoras se abonarán, además de las adjudicaciones a su nombre, las que hayan correspondido a sus clientes, tanto si la solicitud se tramitó a través suyo como si, en caso contrario, fue designada como gestora por el suscriptor.

En las fechas de pago de intereses, la Central de Anotaciones abonará su importe líquido en la cuenta de efecti-

vo en el Banco de España que el titular de la cuenta de valores haya designado como domiciliataria. Los intereses se calculan sobre el saldo nominal mantenido al inicio de las operaciones del día, que incorpora las operaciones pactadas para esa fecha, pero no las que se formalicen a lo largo del día.

De plantearse la opción de reinversión mediante canje voluntario, su aceptación se comunicará a la Central de Anotaciones, en los plazos previstos, por los titulares de cuentas y supone un compromiso firme, por lo que si, en la fecha del canje, el solicitante no tuviera saldo suficiente del valor a canjear, libre de inmovilización, compromiso de reventa o cualquier otra traba, estará obligado a adquirir el valor nominal necesario.

Llegada la fecha de amortización de un valor, la Central de Anotaciones abonará en la cuenta corriente de efectivo designada como domiciliataria el importe nominal de los saldos amortizados, dando a éstos de baja en la cuenta de valores correspondientes.

b) Transformaciones.

Está prevista la transformación de títulos-valores en anotaciones en cuenta y a la inversa, siempre que los valores afectados estén libres de inmovilización o cualquier otro tipo de trabas, estén al corriente en el ejercicio de sus derechos y no falten menos de veinte días hábiles para el ejercicio de cualquier derecho.

Para pasar de anotaciones en cuenta a títulos valores el titular de la cuenta debe presentar la solicitud por el terminal de télex/SPCM que tenga acreditado. En el plazo de una semana se realizará la transformación adeudando su importe nominal en la cuenta de valores afectada, siempre que tenga saldo suficiente, expidiendo los títulos-valores canjeados, solicitando la póliza al fedatario público correspondiente y haciendo entrega de ambos, en cualquier sucursal del Banco de España, a la institución designada como depositaria, que deberá realizar la liquidación de derechos si los hubiere.

El paso de títulos-valores a anotaciones en cuenta debe ser solicitado por el titular de la cuenta de valores beneficiaria, a quien corresponde justificar la propiedad de los mismos, o por la entidad depositaria de los títulos, en este caso designando la cuenta de abono y entregando los títulos-valores afectados en cualquier sucursal del Banco de España. La transformación se realizará en el plazo de una semana, abonando su importe nominal en la cuenta de valores designada.

En ambos casos, cuando la transformación haya sido solicitada por un cliente a través de su entidad gestora ésta deberá modificar su saldo de clientes en la misma fecha en la que se realice la transformación.

c) Mercado secundario.

Las operaciones en el mercado secundario se contemplan a dos niveles. En el primero se sitúan las realizadas entre

los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, que podrán utilizar el STMD, cumpliendo su normativa. Para ello, habrán de cruzar operaciones por importes nominales múltiples de un millón de pesetas, con un mínimo de 50 millones por operación. Comunicada ésta por ambas partes, el Banco de España comprobará la existencia de saldos libres suficientes en la cuenta de valores y en la de efectivo afectadas; si ambos son conformes, efectuará los asientos correspondientes. Antes del fin de la mañana ambas partes deben confirmar la operación por télex/SPCM.

A través del STMD pueden formalizarse, de momento, dos tipos de operaciones: compraventas simples al contado y compraventas con pacto de retrocesión en fecha fija. En estas últimas los valores se venden hasta la fecha de amortización, conviniendo simultáneamente la compra de valores de la misma emisión, en una fecha dada anterior a la de su amortización, por igual valor nominal y a un precio fijo. La parte compradora en la operación inicial adquiere la plena titularidad de los valores por lo que, puede venderlas con pacto de recompra, siempre que la fecha de ésta no exceda de la pactada para la retrocesión de su propia compra. Otra consecuencia es que los intereses que vayan venciendo se abonarán a quien resulte titular en el día establecido para su pago. Llegada la fecha pactada, que habrá sido comunicada al STMD junto con el precio de retrocesión fijado, la Central de Anotaciones, previa comprobación de saldos, efectuará los asientos correspondientes, sin necesidad de nuevas comunicaciones. Caso de no haber entonces saldo suficiente en la cuenta de efectivo del recomprador (el saldo insuficiente en la cuenta de valores del revendedor no puede plantearse),

quedará anulada la operación de retrocesión con lo que quedará vigente la operación inicial a vencimiento, sin perjuicio de las acciones que puedan corresponder a las partes intervinientes.

Al cierre de las operaciones de cada día, la Central de Anotaciones publicará, para cada clase de operación, los importes negociados y las condiciones de negociación.

El segundo nivel se refiere a las operaciones de mercado secundario en las que participan clientes no titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, por lo que han de ser realizadas o gestionadas por su entidad gestora. Con un calendario de introducción gradual, están previstas las siguientes operaciones: a) compraventas simples al contado, en las que la transmisión de los valores se realizará antes del quinto día hábil siguiente al de contratación; b) compraventas simples a plazo, en las que la transmisión de los valores se realiza después de los cinco días hábiles siguientes al de contratación; c) compraventas con pacto de retrocesión en fecha fija, en las que el precio de retrocesión podrá fijarse también en relación a un tipo de interés de referencia; y d) compraventa con pacto de retrocesión a la vista, en las que se fijará un periodo durante el cual el comprador inicial puede ejercer, con un preaviso mínimo de un día, la opción de retrocesión, sin que se altere la rentabilidad interna pactada.

En las operaciones tipo a) y en la compraventa inicial de las tipo c) y d), cuando no se haya especificado fecha para la transmisión del valor, ésta se realizará al día

siguiente hábil. Sólo cuando se trate de operaciones con importe superior a 50 millones de pesetas y relativas a deuda del Tesoro está previsto establecer procedimientos para que la transmisión del valor pueda formalizarse en la misma fecha de contratación.

En todas estas operaciones, las entidades gestoras pueden actuar: a) ofreciendo contrapartida en nombre propio, para lo que deberán cotizar públicamente precio comprador y vendedor para las emisiones en las que desee operar, quedando obligadas a operar a dichos precios con los clientes que lo soliciten, hasta un valor acumulado de cinco millones por cliente; b) como simples comisionistas, buscando contrapartidas en el mercado en nombre de sus clientes en cuyo caso la documentación acreditativa deberá recoger los términos de la orden, la fecha de la operación, el coste para la entidad gestora y las comisiones aplicadas; y c) limitándose a realizar las anotaciones pertinentes, por orden conjunta de las partes contratantes en cualquiera de las operaciones antes citadas. En todas ellas, la transmisión de los valores se tendrá por realizada cuando, siguiendo el procedimiento establecido, las entidades gestoras hayan actualizado sus registros de saldos y comunicado a la Central de Anotaciones sus saldos de clientes que resulten de dicha actualización.

SISTEMAS DE COMPENSACION Y LIQUIDACION.

Además del sistema de compensación y liquidación sustentado en el STMD para las operaciones cruzadas entre titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, están previstos

otros sistemas. Por un lado, las entidades gestoras podrán, con autorización del Ministro de Economía y Hacienda, establecer sistemas de compensación y liquidación de las operaciones que realicen las entidades gestoras asociadas a ellos, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes.

Por otro lado, también con autorización del Ministro de Economía y Hacienda, las bolsas oficiales de comercio podrán organizar un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones con deuda anotada, integrado en el SACDE. Las entidades gestoras que cumplan los requisitos establecidos por el citado régimen específico podrán ser entidades gestoras adheridas, lo que les obligará a mantener desglosados, dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones, los saldos de sus clientes incluidos en el sistema bursátil. Este deberá contemplar un sistema de referencias numéricas identificativas de las operaciones que realice en su seno. Dichas referencias se corresponderán con los registros de las entidades gestoras adheridas, que las recibirán y harán llegar a sus clientes, junto con los correspondientes resguardos.

Diariamente, el Servicio de Coordinación de Bolsas comunicará a la Central de Anotaciones los saldos, agregados por emisiones, propiedad de los clientes de cada entidad gestora asociada, además de la información periódica que se establezca.

SUPERVISION.

La supervisión del conjunto del SACDE está encomendada al Banco de España, a cuyas reglas de supervisión, inspección y

limitación de riesgos estarán sometidos todos los titulares de cuentas y, en especial, las entidades gestoras.

Para que el Ministerio de Economía y Hacienda conozca la marcha del sistema, el Banco de España, además de elevarle un informe anual sobre su funcionamiento, remitirá a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la información estadística que estime pertinente, así como las actas levantadas por su Servicio de Inspección relacionadas con el SACDE y las propuestas de actuación que de ellas se deriven. Por su parte, la citada Dirección General podrá disponer la comprobaciones que estime oportunas sobre la actuación de los titulares de cuentas y solicitar al Banco de España información sobre el funcionamiento del SACDE y sobre su actuación como gestor del mismo.

A propuesta razonada del Banco de España, el Ministro de Economía y Hacienda, previa audiencia del interesado, podrá retirar la condición de titular de cuenta o de entidad gestora, suspenderla temporalmente o limitar el tipo y volumen de sus operaciones, en casos de incumplimiento de la normativa o de actuaciones que generen peligro u ocasionen grave trastorno al sistema.

INTERVENCION DE FEDATARIO PUBLICO.

La suscripción y transmisión de anotaciones en cuenta de deuda del Estado no precisa la intervención de fedatario público. Tampoco es necesaria esta intervención para la transformación de títulos-valores en anotaciones en cuenta, aunque sí lo es para la transformación de anotaciones en cuenta en títulos-valores.

ASPECTOS FISCALES.

La transmisión y el reembolso de deuda pública con rentabilidad exclusivamente explícita no generará rendimientos de capital mobiliario, por lo que, al realizarlas, no es preciso practicar retenciones. Tampoco están sometidos a retención los rendimientos de la deuda del Tesoro representada en anotaciones en cuenta utilizada como instrumento de regulación monetaria. Su valor nominal unitario mínimo será de un millón de pesetas.

En las transmisiones de deuda anotada, con rendimientos implícitos y que no se utilice como instrumento de regulación monetaria, realizará la retención la entidad gestora que actúe por cuenta del vendedor y, si la transmisión es entre titulares de cuentas, la llevará a cabo la Central de Anotaciones. Esta practicará también las retenciones correspondientes al reembolso de estos valores, salvo que esta operación se encomiende a las entidades gestoras, en cuyo caso ellas serán las retenedoras.

En la liquidación de intereses sujetos a retención, la Central de Anotaciones abonará a los titulares de cuentas únicamente su importe líquido, deducidas las retenciones correspondientes, debiendo las entidades gestoras certificar las retenciones soportadas por sus clientes.

Con carácter general, tanto la Central de Anotaciones como las entidades gestoras están sometidas a los deberes de información y colaboración tributaria contenidos en el Real Decreto 2027/1.985, deberes que, en las operaciones sujetas a retención, se considerarán cumplidos con la presentación

del resumen anual de retenciones, en el que, al igual que en el resto de las informaciones, se acumularán todos los datos referentes a una misma persona.

REGULACION.

La normativa básica del SACDE parte de las autorizaciones concedidas al Gobierno por la Ley 21/1.986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1.987, haciendo uso de los cuales se publicó el real decreto 505/1.987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado. Una orden ministerial de 19 de mayo de 1.987 desarrolla el citado real decreto y delega en el Director General del Tesoro y Política Financiera determinadas competencias.

Hasta el momento, la normativa del Banco de España sobre anotaciones en cuenta está contenida en su circular 16/1.987, de 19 de mayo, y la relativa al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero en su circular 16/1.986, de 2 de diciembre. Con carácter inmediato está anunciada una circular dedicada a la operativa de las entidades gestoras, en especial a las relaciones con sus clientes, y, en el plazo máximo de seis meses, ha de aparecer otra destinada a regular las operaciones a plazo en los mercados secundarios de anotaciones en cuenta.

SIGNIFICACION.

Durante 1.986 el Tesoro emitió deuda negociable a medio y largo plazo por valor 1,9 billones de pesetas, al tiempo que

el volumen efectivo de contratación de estos valores en las bolsas de comercio se multiplicaba por 2,55 respecto al año anterior. Si a esto se añade la actividad registrada en los mercados primario y secundario de deuda a corto plazo, queda perfilada la importancia crucial de la Deuda Pública en el conjunto de los mercados españoles de capitales.

Por ello, más allá de las repercusiones que para una financiación más ortodoxa y menos cara del déficit público puede tener el ir sentando las bases para la consecución de un mercado de deuda pública más profundo, amplio y flexible, son también indudables los efectos dinamizadores que pueden obtenerse a medio plazo sobre el mercado de capitales y, en última instancia, sobre el sistema financiero en su conjunto.

No es ajena a estas resonancias la estrecha relación de los mercados de deuda con la instrumentación de la política monetaria. En este sentido, la consolidación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado es un requisito imprescindible para poder modificar la instrumentación de la intervención monetaria del Banco de España reorientándola hacia operaciones de mercado abierto. En esta dirección apunta la decisión, recientemente anunciada por el Banco de España, de utilizar las cesiones temporales de deuda a medio y largo plazo como instrumento para el drenaje de liquidez, en los próximos días.

Madrid, 26 de mayo de 1.987

PERSPECTIVAS ECONOMICAS A MEDIO PLAZO
DE LOS PAISES DE LA O.C.D.E.: 1.988-1.992

José Manuel González Páramo
José Luis Raymond Bara

PERSPECTIVAS ECONOMICAS A MEDIO PLAZO
DE LOS PAISES DE LA O.C.D.E.: 1.988-1.992

Consideraciones previas: el modelo INTERLINK.

El comportamiento del nivel de actividad económica de los distintos países muestra claras interdependencias. Los procesos de expansión o de contracción de las economías están conectados a través del sector exterior, de suerte que cuando un país se recupera, aumenta sus importaciones, lo que origina que, en parte, su crecimiento se transfiera a las demás economías. Algo similar sucede en las fases recesivas. La caída en el nivel de actividad económica de un país significa un freno en la demanda de todas aquellas economías con las que mantiene vínculos comerciales.

Esta realidad impone la necesidad de que cualquier intento de evaluar los efectos derivados de políticas económicas alternativas deba realizarse tomando en consideración el conjunto de interdependencias que se originan a través del sector exterior.

A este respecto, un reciente documento elaborado por la O.C.D.E. presenta escenarios alternativos de los principales países miembros desde 1.988 hasta 1.992 (*). Estos escenarios se han confeccionado utilizando los resultados del modelo INTERLINK. Este modelo no es más que un conjunto de submodelos econométricos elaborados para los distintos paí-

(*) "Selected Medium Term Scenarios: 1.988-1.992". Department of Economics and Statistics, DES/NI/F(87)2, OCDE, 1.987

ses de la Organización y que están vinculados entre sí por la vía de las restricciones que el sector exterior impone. A nivel mundial, la suma de exportaciones debe coincidir con la de importaciones y este hecho está recogido en el modelo INTERLINK a través de la definición de un bloque residual de países que sirve para asegurar el cumplimiento de esta identidad contable.

A partir de aquí se definen escenarios alternativos. Un escenario viene definido por un determinado tipo de política económica y de comportamiento de variables fuera de control por parte de los políticos y que condicionan la evolución de la economía. Ningún escenario trata necesariamente de reproducir fielmente la realidad. Ni tan siquiera pretende constituir el resultado más probable. La principal información que la técnica de los escenarios proporciona es precisamente la que se obtiene al comparar escenarios alternativos. Por diferencia entre el comportamiento de las magnitudes económicas bajo distintos escenarios, es posible evaluar los efectos derivados del paso de un tipo de política económica a otro.

Para que la evaluación de efectos de la política económica por medio de la comparación de escenarios sea adecuada, es preciso que el modelo que sirve de base para esta evaluación describa correctamente el funcionamiento de la economía. En este sentido, conviene recordar el hecho de que todo modelo econométrico estimado no es más que una forma de destacar ciertas regularidades empíricas entre variables. En la medida en que estas regularidades sean el reflejo de procesos de optimización de los agentes económicos condicionados por sus expectativas, al variar el tipo de política, varia-

rán también las expectativas de los agentes, pudiendo asimismo hacerlo las relaciones entre variables. Esta es la esencia de la crítica de los denominados Nuevos Economistas Clásicos a la simulación de políticas alternativas mediante modelos econométricos, y que sin lugar a dudas establece unos claros límites a la validez de la tradicional técnica de los escenarios. En definitiva, simular bien exige ser capaz de predecir bien bajo circunstancias cambiantes, y a este respecto los modelos econométricos son, en general, poco robustos, sobre todo cuando el esfuerzo de modelización exige utilizar información poco fiable.

Pero en cualquier caso, no parece existir por el momento una clara alternativa a esta metodología para evaluar los efectos de distintos tipos de políticas. Su utilización garantiza, cuando menos, el cumplimiento de las relaciones contables nacionales e internacionales y cierto grado de disciplina en el análisis de políticas alternativas. Por ello, y teniendo presentes las limitaciones de cualquier ejercicio de simulación, consideramos que tiene interés recoger las principales conclusiones a las que llega el ya citado documento de la O.C.D.E.

Escenario de referencia: Crecimiento modesto.

A fin de establecer un término de referencia, los expertos de la O.C.D.E. ofrecen un conjunto de proyecciones basadas en una pura extrapolación de la experiencia reciente, suponiendo invariables las políticas seguidas por los países miembros y los tipos de cambio reales, así como la ausencia de perturbaciones de tipo exógeno. En este escenario de con-

tinuidad, los precios del petróleo se mantendrían estables en términos reales hasta 1.992. En materia de política fiscal, los EE.UU. reducirían su déficit federal de 160 mil millones de dólares en 1.987 a 100 mil millones en 1.992, en tanto que los gobiernos estatales y locales mantendrían un superávit global de 50-60 mil millones de dólares, lo que rebajaría las necesidades globales de financiación del 3,2 al 0,6% del PIB. Japón mantendría su política del 0,2% del PIB en 1.992. En Alemania Federal proseguiría el recorte del gasto público hasta reducir el déficit al 0,5% del PIB. Finalmente, las políticas monetarias permitirían crecimientos en los agregados monetarios ligeramente en exceso del crecimiento nominal del PIB, acompañados de descensos en la velocidad de circulación y una lenta caída de los tipos de interés nominales. Los tipos de interés reales se mantendrían estables en el rango del 3-6% hasta 1.990, para caer al 2-4% desde entonces.

Las principales proyecciones de esta simulación de base (escenario I) se recogen en el cuadro adjunto. El crecimiento de la producción y la demanda en el área O.C.D.E. es sostenido pero modesto, a tasas medias anuales próximas al 2,5% y sin diferencias significativas entre países. La ligera caída de las tasas de ahorro no es suficiente para relanzar la demanda de consumo, negativamente afectada por la situación deprimida del mercado de trabajo. La inversión será, por el contrario, el componente más dinámico de la demanda, merced a cierto descenso de los tipos de interés y a la mejora de la situación financiera de las empresas.

Tras la marcada reducción de la inflación conseguida en 1.986, las proyecciones del escenario I apuntan cierta ace-

OCDE: PERSPECTIVAS ECONOMICAS A MEDIO PLAZO EN ESCENARIOS ALTERNATIVOS

SIMULACION BASE	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<u>Escenario I</u>							
Demanda interna (DI)	3,6	2,9	2,5	2,4	2,3	2,4	2,7
Producto interior bruto (PIB)	2,4	2,8	2,5	2,4	2,3	2,4	2,7
Empleo (E)	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	1,0
Indice de precios al consumo (IPC)	2,6	2,9	3,2	3,0	2,8	2,8	2,7
Balanza por cuenta corriente (miles de millones de dolares) (BPC)	-15,2	-40,4	-40,4	-46,2	-48,5	-46,7	-42,4
<u>CAMBIOS CON RESPECTO A LA SIMULACION BASE</u>							
<u>Escenario II</u>							
DI	-	-	+0,5	+1,1	+1,6	+2,0	+2,4
PIB	-	-	+0,5	+1,1	+1,5	+1,9	+2,4
E	-	-	+0,2	+0,4	+0,6	+0,7	+0,8
IPC	-	-	-	+0,2	+0,5	+0,9	+1,4
BPC	-	-	-6	-9	-10	-12	-15
<u>Escenario III</u>							
DI	-	-	-0,3	-0,7	-1,2	-1,8	-2,0
PIB	-	-	-0,3	-0,7	-1,1	-1,6	-1,9
E	-	-	-	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0
IPC	-	-	-	-0,1	-0,3	-0,7	-1,2
BPC	-	-	+3	+4	+6	+7	+7
<u>Escenario IV</u>							
DI	-	-	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	-1,3
PIB	-	-	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2
E	-	-	-	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6
IPC	-	-	-	-	-0,1	-0,3	-0,7
BPC	-	-	+2	+3	+4	+4	+4
<u>Escenario V</u>							
DI	-	-	-0,1	-0,5	-1,0	-1,5	-1,9
PIB	-	-	+0,1	-0,4	-0,9	-1,4	-1,8
E	-	-	+0,2	+0,1	-0,1	-0,5	-0,7
IPC	-	-	-0,1	+0,1	+0,3	+0,3	+0,1
BPC	-	-	+4	+3	+3	+1	-2
<u>Escenario VI</u>							
DI	-	-	-	-	-	-0,3	-0,5
PIB	-	-	+0,1	+0,2	+0,2	-0,1	-0,3
E	-	-	+0,2	+0,3	+0,2	+0,1	-0,1
IPC	-	-	-0,1	+0,1	+0,4	+0,6	+0,7
BPC	-	-	+4	-3	-7	-11	-15
<u>Escenario VII</u>							
DI	-	-	+0,3	+0,5	+0,6	+0,9	+1,2
PIB	-	-	+0,3	+0,5	+0,6	+0,8	+1,2
E	-	-	+0,3	+0,5	+0,7	+0,8	+1,0
IPC	-	-	-0,3	-0,7	-1,3	-2,1	-3,0
BPC	-	-	-4	-6	-9	-12	-15
<u>Escenario VIII (*)</u>							
DI	-	-	+1,5	+3,1	+4,2	+5,5	+6,6
PIB	-	-	+1,4	+3,0	+4,1	+5,3	+6,4
E	-	-	+0,6	+1,3	+1,8	+2,4	+2,8
IPC	-	-	-0,2	-0,2	-	+0,2	+0,5
BPC	-	-	-	-	-	-	-
<u>Escenario IX</u>							
DI	-	-	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6
PIB	-	-	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
E	-	-	-	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
IPC	-	-	+0,2	+0,5	+0,8	+1,0	+1,0
BPC	-	-	-16	-12	-7	-5	-5

- Escenario I: Extrapolación, dadas las políticas actuales, en ausencia de shocks y con tipos de cambio reales dados
- Escenario II: Recorte impositivo del 1% y caída de tipos de interés a corto de 1 punto fuera EE. UU.
- Escenario III: Política fiscal restrictiva en EE.UU., sin cambios fuera de EE.UU.
- Escenario IV: Política fiscal restrictiva en EE.UU. con expansión fiscal fuera de EE.UU. para sostener el crecimiento del PIB.
- Escenario V: Política fiscal restrictiva en EE.UU., sin cambios fuera de EE.UU. y depreciación del dólar del 15%.
- Escenario VI: Como Escenario V, con cambios fuera de EE.UU. para sostener el crecimiento del PIB
- Escenario VII: Crecimiento de los salarios nominales inferior en 1 punto a las previsiones de referencia.
- Escenario VIII: Cambio tecnológico más rápido (mayor productividad de los factores)
- Escenario IX: Aumento del precio del barril del petróleo de 3 dólares en 1988.

Fuente: OCDE, abril, 1987

NOTA: En el escenario I figuran porcentajes de crecimiento, excepto para la Balanza por cuenta corriente. Las cifras de los restantes escenarios son cambios con respecto al Escenario I de referencia).

(*) Siete grandes países de la OCDE.

lización de los precios en 1.987-88 y una lenta caída posterior hasta alcanzarse en 1.992 el 2,7%, tasa equivalente a la registrada en 1.986. Tampoco en el terreno del empleo se obtienen progresos apreciables. El moderado crecimiento de la actividad genera una expansión en el empleo sólo ligeramente mayor que la correspondiente a la de la población activa, permaneciendo estabilizada la tasa de paro en el entorno del 8%. En este contexto de estancamiento, los desequilibrios de las cuentas exteriores se mantienen al nivel de las registradas en 1.985, si bien se logra una corrección apreciable de los déficit públicos, acompañada de una reducción de la tasa de ahorro del sector privado.

El Secretariado de la O.C.D.E. no considera que éste sea el escenario más probable, ni, por motivos obvios, el mejor posible. El supuesto de tipos de cambios reales constantes es bastante poco plausible teniendo en cuenta la persistencia a medio plazo de apreciables desequilibrios externos, marcados por el déficit por cuenta corriente de los EE.UU. y los superávit de Japón y Alemania Federal. Los escenarios V y VI se ocupan de analizar los efectos de una depreciación real del dólar.

Políticas expansivas fuera de EE.UU.

Sin embargo, aún en ausencia de desequilibrio externo, la persistencia de altas tasas de paro podría determinar cambios en las políticas desarrolladas por países distintos a los EE.UU., en los que la inflación ha sido, en general, sometida a control, y la política de consolidación de los presupuestos públicos ha dado frutos. El escenario II considera

los efectos de un recorte impositivo del 1% del PIB en estos países, combinado con una reducción de los tipos de interés a corto plazo de un punto.

Para el área de la O.C.D.E. en su conjunto, el impacto de estas políticas expansivas sería considerable: el crecimiento de la producción se situaría en tasas próximas al 5% en 1.992 y la tasa de paro se reduciría hasta el 7%. El nivel de actividad en EE.UU. se beneficiaría de los efectos inducidos sobre la producción y el sector exterior. En los restantes países de la O.C.D.E., el crecimiento del PIB sería 3,5 puntos superior al proyectado en el escenario de referencia y la tasa de paro caería un punto.

Los costes de la expansión fiscal y monetaria no serían, sin embargo, despreciables. El crecimiento del índice de precios al consumo superaría en 2 puntos al proyectado en el escenario base para el conjunto de países excluido EE.UU., y en 1,4 puntos para el área O.C.D.E., lo que supondría retroceder a los niveles de 1.985. Asimismo, los déficits públicos se verían ampliados en todos los países, excepto EE.UU. Finalmente, los desequilibrios exteriores resultarían agudizados, con un pequeño descenso del déficit corriente norteamericano y un aumento sustancial de los déficits exteriores de la O.C.D.E. en su conjunto con respecto a otros países.

Política fiscal restrictiva en EE.UU.

Es cada vez más ampliamente compartida la valoración que imputa a los desequilibrios internos, y en particular al dé-

ficit público, la existencia y la persistencia del fuerte desequilibrio exterior por cuenta corriente de los EE.UU. Pese a que el escenario de referencia supone aumentos impositivos y recortes de gasto significativos, los logros previstos son menos ambiciosos que los que reclamaría la plena aplicación de la legislación Gramm-Rudman-Hollings. Esta normativa exigiría restricciones presupuestarias adicionales equivalentes a medio punto del PIB al año, consistentes en reducciones del gasto público y aumentos impositivos, hasta alcanzar en 1.992 un superávit público equivalente a un 1% del PIB. Los escenarios III a VI reflejan el impacto previsible de estas restricciones fiscales adicionales en EE.UU. bajo distintos supuestos de reacción de los restantes países y de comportamiento del tipo de cambio del dólar.

Si los restantes países no reaccionasen y los tipos de cambio reales se mantuviesen estables (escenario III), la restricción fiscal de los EE.UU. tendría efectos negativos sustanciales sobre la demanda y la producción, que crecerían a tasas inferiores al 1%. Este bajo ritmo de actividad sería incapaz de crear empleo a partir de 1.991. La inflación descendería a tasas medias de 1,5%. El desequilibrio exterior norteamericano se reduciría escasamente, aunque el déficit del área O.C.D.E. en su conjunto lo haría en mucha menor medida, debido al empeoramiento de las cuentas exteriores de los restantes países desarrollados.

Estas negras perspectivas podrían justificar medidas fiscales compensatorias de signo expansivo en los países distintos de EE.UU. Tomando como referencia aumentos discrecionales del gasto público de medio punto del PIB al año (escenario IV), el cuadro adjunto indica que las medidas compen-

satorias no ejercían un impacto significativo sobre las cuentas exteriores, pero evitarían un fuerte deterioro del ritmo de actividad en el conjunto de países de la O.C.D.E.

La persistencia del desequilibrio exterior norteamericano, pese a la mayor disciplina fiscal, hace poco realista suponer, como se hace en el escenario de referencia, que los tipos de cambio reales se mantienen estables a medio plazo, los escenarios V y VI consideran los efectos de las políticas fiscales contempladas en los escenarios III y IV acompañadas de una depreciación efectiva del dólar con respecto a las restantes monedas de la O.C.D.E. del 15% en la primera mitad de 1.988.

En ausencia de medidas compensatorias por parte de otros países, los efectos adversos de la mayor disciplina presupuestaria sobre la actividad en EE.UU. serían mucho menos intensos. Fuera de EE.UU., sin embargo, el impacto negativo del ajuste norteamericano sería probablemente fuerte en términos de menor actividad, mayor desempleo y empeoramiento de las cuentas exteriores. Para el conjunto de países de la O.C.D.E., este escenario implicaría tasas de inflación similares a las del escenario base -al compensarse la mayor inflación en EE.UU. con una caída en la tasa de inflación de los restantes países-, una modesta mejoría de las balanzas por cuenta corriente y un mayor desempleo.

Los negativos resultados que producirían la depreciación del dólar y la contratación fiscal norteamericana sobre los restantes países podría llevar a estos a la adopción de medidas fiscales compensatorias (escenario VI). Un aumento medio del gasto público del 0,7% del PIB fuera de EE.UU. y el

mantenimiento de los objetivos monetarios del escenario de referencia -lo que reduciría los tipos de interés reales a corto plazo- contribuiría aún más a la reducción del déficit exterior norteamericano por cuenta corriente, si bien al coste de un acusado deterioro de los déficits públicos fuera de EE.UU. Para el conjunto del área O.C.D.E. este escenario proporcionaría peores resultados en materia de actividad e inflación que bajo los supuestos de continuidad de políticas del escenario de referencia.

Moderación salarial.

Los esfuerzos desarrollados en todos los países de la O.C.D.E. para mejorar el funcionamiento de los mercados mediante políticas estructurales podría eventualmente tener ciertos efectos moderadores sobre los crecimientos salariales. El escenario VII explora los efectos de un recorte del 1% en las tasas de crecimiento proyectadas de los salarios nominales, dados todos los demás supuestos del escenario de referencia.

Como se muestra en el cuadro, la moderación salarial conduciría a importantes crecimientos en la actividad y el empleo y a tasas de inflación nulas y hasta negativas en 1.991 y 1.992. Inicialmente, las menores ganancias reales ejercerían una presión negativa sobre la demanda de consumo y la inversión residencial. Este impacto negativo sobre la actividad se vería, sin embargo, más que compensado por aumentos en la demanda debidos a los efectos riqueza relacionados con la reducción de la inflación y con el avance de la inversión no residencial asociado a las mayores tasas de rentabili-

dad. A largo plazo, el empleo se beneficiaría no sólo del crecimiento de la producción, sino además de la sustitución de trabajo por capital, reflejo de los cambios en los precios relativos de ambos factores.

Aceleración del progreso tecnológico.

Las proyecciones de referencia, construidas sobre la base de la experiencia, suponen un crecimiento lento de la productividad de los factores en EE.UU. y un avance más rápido en los restantes países, reflejando la hipótesis de una convergencia gradual entre los ritmos de progreso técnico en las distintas economías. Como consecuencia del éxito de los cambios estructurales ocurridos en los últimos años, podría resultar razonable esperar cierta aceleración del progreso técnico, que el modelo INTERLINK sólo podría incorporar de modo burdo en la forma de cambios en las productividades factoriales.

El escenario VIII supone una aceleración del crecimiento de la productividad factorial del 1,25 al 2% en los siete principales países de la O.C.D.E. y un aumento en la tasa de reposición del capital del 1,25%. Tanto el nivel de actividad como el empleo registrarían fortísimos crecimientos, ligados al aumento de las rentas reales y al incremento de la inversión incorporadora de las nuevas tecnologías. La pujanza de la demanda no se vería acompañada, en este contexto, por tensiones inflacionistas, al ampliarse la producción potencial de la economía.

Aumento del precio del petróleo.

El escenario IX trata de reflejar la reacción de las economías desarrolladas ante una eventual perturbación exógena consistente en una elevación de 3 dólares por barril de petróleo en términos reales desde 1.988. El impacto de este aumento de costes sobre la tasa de inflación sería especialmente acusado durante los dos o tres primeros años, sin alcanzar un nivel especialmente alarmante en el conjunto del periodo analizado. De mantenerse las políticas monetaria y fiscal en las sendas nominales del escenario de referencia, la restricción implícita impuesta por la mayor tasa de inflación y la reducción de las rentas reales causaría cierto descenso en los ritmos de crecimiento de la producción y la demanda. El efecto del aumento de los precios del petróleo sobre los desequilibrios exteriores del área sería importante sólo en los dos primeros años. Eventualmente, sin embargo, los países productores de petróleo podrían acometer inversiones energéticas que aumentarían sus importaciones procedentes de los países de la O.C.D.E., contrarrestando el efecto del encarecimiento del petróleo sobre la actividad y los precios.

Comentarios finales.

Al margen del escenario VIII, que representa el resultado de una elevación de la tasa de cambio técnico y que se halla en gran medida fuera de las posibilidades de control por parte de los gobiernos, el escenario más favorable desde la óptica del crecimiento del PIB es el II, caracterizado por un recorte impositivo del 1 por 100 y una caída de los tipos

de interés a corto plazo fuera de EE.UU. de un punto. Este escenario comporta, no obstante, un coste, que viene representado por un aumento de la inflación al final del periodo. A diferencia, en el escenario VII la reactivación de la economía se logra a través de la moderación salarial y ello tiene efectos positivos tanto sobre el crecimiento como sobre la estabilidad económica. En cualquiera de los dos casos, no obstante, el mayor crecimiento va asociado a déficit más acusados de la balanza por cuenta corriente.

Los resultados que la O.C.D.E. obtiene parecen razonables y son acordes con los que cabría esperar de una interpretación keynesiana de la economía. En efecto, al recortar los impuestos es evidente que la demanda interna se reactiva si el instrumento de análisis está constituido por un modelo en el que el consumo depende de la renta disponible y en el que el déficit público, que debe aumentar si la reducción de impuestos no se acompaña de una moderación del gasto público, no ejerce ningún efecto desplazamiento de la demanda privada. En el escenario VII el efecto expansivo sobre el crecimiento derivado de la moderación salarial es en gran parte el reflejo de un aumento de la inversión al elevarse el excedente de explotación.

La incompatibilidad más acusada que estos escenarios muestran es la que se observa entre crecimiento y saldo de la balanza comercial. Cualquiera que sea la vía a través de la que se impulsa el crecimiento -salvo en el supuesto de un mayor cambio técnico-, el coste que hay que pagar es un mayor desequilibrio entre importaciones y exportaciones.

Aparte de los efectos de naturaleza coyuntural, para los que el documento de la O.C.D.E. puede aportar alguna luz,

existen otros que discurren por el lado de la oferta y cuyo análisis a través de un modelo de las características del INTERLINK puede no resultar adecuado. Ello obliga a introducir elementos subjetivos en cualquier ejercicio de simulación y convierte a la técnica de los escenarios en un arte. Arte que, con cierta dosis de verdad y de ironía, ha sido asimilado por un prominente econométra al relato de acontecimientos que no han ocurrido, que no están ocurriendo y que jamás ocurrirán.

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA EXTRANJERA

Indice

	<u>Página</u>
"Euromarkets"	1.
La Federación de las Bolsas alemanas" ..	6.
España: La influencia extranjera en la Banca	9.
El Citicorp, su Presidente Reed y la deuda	14.
Comercio e inversión internacionales ..	23.
Francia: El informe del "Comité de - "sabios" sobre la Seguridad Social	28.

EUROMARKETS

Con este título ha publicado "The Economist" un extenso "survey". Transcribimos a continuación algunos pasajes del mismo, que reflejan su interés.

Aparentemente, los mercados internacionales de capitales de Londres, también conocidos como "Euromarkets", nunca han tenido un mejor aspecto. Además, han sacado a la City de su largo declinar haciéndola un centro financiero de la altura de Nueva York y de Tokio. Estos dos son importantes por la dimensión de las economías internas a las que sirven. Londres, por el contrario, está al servicio de la economía mundial, relacionando a prestatarios de todos los continentes necesitados de dinero con inversores y bancos de cualquier país sobrados de liquidez.

Los Euromercados, por comparación, han hecho pequeño el mercado interno londinense. El año pasado, por ejemplo, una parte de los Euromercados, el mercado de los Eurobonos ("Euromarket"), obtuvo 180 m.m. de dólares mientras que las nuevas emisiones de valores de la Bolsa de Londres no superaron los 9,2 m.m. Pero aunque el volumen de negocio de los "Euromarkets" -tales como las "Euroequities", el "Eurocomercial paper", los "Eurobonds" y los "swaps"- esté a un nivel record, lo cierto es que todos esos mercados sufren de un profundo malestar.

Los "Euromarkets" consisten en instrumentos financieros que son comprados y vendidos con "Eurocurrencies", las cuales a su vez no son más que dinero disponible fuera del país

de su procedencia respectiva. Así, un dólar en una cuenta de un banco londinense es un Eurodólar. Londres se ha convertido en sede o mercado de esas "Eurocurrencias" o "offshore market", por encontrarse relativamente libre de molestas restricciones y regulaciones.

La City y sus "Euromarkets" se ha aprovechado del auge mundial de los bonos y obligaciones en los años 1.980. El control de la inflación ha animado a los inversores a situar sus fondos en tales títulos, y esto a escala mundial. Empresas y países obtienen más y más dinero fuera de sus propios mercados, al tiempo que los inversores buscan oportunidades en el extranjero. Muchas de esas corrientes de fondos se canalizan a través del centro de operaciones que es Londres, lo que explica que esta ciudad haya atraído a más de 550 bancos y agentes extranjeros de todo tipo.

Cualquier institución financiera con pretensiones para proyectarse internacionalmente debe operar en el marco del "Euromarket". La competencia, en estas circunstancias, es más feroz que en ningún otro mercado mundial. Para conseguir una cuota de mercado e impresionar a competidores y clientes alguno de los implicados está dispuesto a sufrir pérdidas en sus negocios en este mercado. Ahí reside la causa principal de los problemas del mismo. Desde mediados del año pasado los "Euromarkets" han perdido la noción de las ganancias. Hasta entonces puede decirse que la creciente actividad se había traducido en una situación en la que no se perdía dinero. El continuado descenso de los tipos de interés había propiciado la obtención de beneficios en el mercado de los Eurobonos. Tal descenso, sin embargo, se ha detenido, y en el sector más competido, el de las emisiones de Eurobonos,

el negocio se ha estancado en los últimos seis meses. Ni siquiera los bancos de inversión mejor situados ganan ahora dinero en esa actividad de nuevas emisiones en lo que llevamos de la presente década, que apenas ha cubierto costes el año pasado. Muchos bancos han tenido pérdidas de decenas de millones de dólares en este negocio. Y no son sólo las nuevas emisiones las que han de hacer frente a una fuerte competencia, pues también las operaciones en Eurobonos, o en papel Eurocomercial, o en préstamos sindicados, o en "interest-rate swaps" han visto muy reducidos sus márgenes, de forma que pueden considerarse satisfechas aquellas instituciones que no han perdido dinero.

A pesar de las pérdidas, pocos son los que abandonan. En 1.986, sólo First Interstate, de California, y Enskilda Securities, de Suecia, dejaron de operar en Eurobonos. Otros muchos, en cambio, se incorporaron al mercado de "Eurosecurities" londinense. Este es el caso de Banque Nationale de Paris, de BHF-Bank, de Alemania, y de Hyogo Sogo, de Japón. Mientras persista la moda de operar en el campo de la inversión internacional la competencia no cederá.

Los Euromercados emergieron a últimos de la década de los cincuenta, cuando el déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos hizo que una considerable masa de dólares quedara remansada en Europa. Muchos de esos Eurodólares fueron depositados en bancos de Londres porque la capital británica era ya entonces un centro financiero y comercial importante, lo que hizo que los bancos londinenses utilizaran los depósitos en dólares para financiar operaciones de comercio exterior.

En los años sesenta, los bancos americanos siguieron al dólar en Londres, al objeto de participar en la explotación de un mercado de capitales en expansión, así como para poder prestar a sus clientes desde Londres -en vez de hacerlo desde Nueva York- porque los depósitos en dólares de la capital británica estaban libres de los requerimientos de las reservas mínimas.

El mercado de Eurodólares atrajo pronto bancos de todo el mundo, que financiaron sus préstamos pidiéndose prestado los unos a los otros en el mercado de depósitos interbancarios, o bien a través de emisiones de certificados de depósito (CD). Los depósitos del mercado del "Eurocurrency" ascienden ahora a 3 billones de dólares ("the Eurocurrency deposit market is now worth 3 trillion dollars"), y hay unos 100 m.m. de Euro-CD.

Los primeros préstamos sindicados en Eurodólares aparecieron en 1.968. Tales préstamos permitieron a los gobiernos, o a las empresas multinacionales, pedir prestados centenares de millones de dólares a un grupo de bancos, que suscribían el empréstito para vender seguidamente partes del mismo a bancos más pequeños. Los préstamos sindicados están normalmente valorados como un "spread" porcentual sobre el Libor, el London Interbank Offered Rate, un punto de referencia para los préstamos interbancarios.

El mercado del Eurodólar floreció especialmente después de que las dos crisis energéticas de los años setenta dieran lugar a un exceso de depósitos en petrodólares que necesitaban ser reciclados como préstamos sindicados para países del Tercer Mundo. Todos los bancos internacionales acudieron a

Londres para participar en esos aparentemente beneficiosos préstamos a Iberoamérica y a Africa. Sólo después de que México anunciara su suspensión del servicio de la deuda, en 1.982, se dieron cuenta los bancos de que los 500 m.m. que habían prestado podían no ser recuperados.

Así fue como se redujeron los préstamos sindicados. En adelante, los países que conservaban su crédito y las grandes empresas descubrieron que podían obtener fondos más baratos a través de otro Euromercado, el de los Eurobonos. Ya en 1.985, éste negociaba más dinero (140 m.m. de dólares) que el de los préstamos sindicados.

Las emisiones de nuevos Eurobonds son conocidas como primer mercado, y la negociación de bonos ya existentes se conoce como segundo mercado. Ambos mercados están centralizados en Londres. No existe pues un local o patio único para la negociación de Eurobonds. Los operadores permanecen sentados en las salas de sus bancos, observan las pantallas electrónicas para conocer los precios y compran y venden por teléfono. Dada la naturaleza electrónica del mercado no hay razón poderosa, en principio, para que todo se desarrolle en una sola ciudad.

Por consiguiente, ¿por qué Londres?. El mercado podía haberse instalado en cualquier parte, sobre todo teniendo en cuenta que los controles de cambios excluyeron del mismo a los inversores y a los prestatarios británicos hasta 1.979. Si se consolidó en Londres fue porque la infraestructura resultó favorable y útil. Además, cuando los bancos de inversión de Wall Street decidieron venir a Europa no encontraron mejor lugar donde establecerse, según parece, que Londres. Y allí se quedaron.

LA FEDERACION DE LAS BOLSAS ALEMANAS

Recogemos del "Herald Tribune" la siguiente información:

Cuando las bolsas de valores alemanas se unieron formalmente hace casi un año bajo el nombre de Federación de bolsas alemanas muchos observadores se preguntaron si las ocho bolsas serían capaces de superar sus rivalidades y de actuar como una sola entidad.

La creación de una organización integradora era crucial para que Alemania pudiera esperar competir efectivamente con los principales centros financieros mundiales: NuevaYork, Tokio y Londres. La dificultad estaba en encontrar la persona capaz de dirigir acertadamente la Federación. De hecho, esta tarea ha recaído en R. von Rosen, antiguo jefe de prensa y de información del Bundesbank y en la actualidad vicepresidente ejecutivo de aquella entidad.

Es evidente que la imagen de Alemania como centro financiero no responde a la importancia del mercado alemán y de la economía alemana, ni siquiera en su vertiente estrictamente financiera. Por eso, para proporcionar una visión más exacta de lo que es Alemania en este campo y superar la imagen -a veces deliberada- de provincianismo, uno de los primeros pasos de von Rosen fue establecer un nuevo método de calcular el volumen de negocio, que ahora tiene en cuenta los dos lados de las operaciones y no sólo las ventas.

Con esto se igualó lo que hace Alemania con lo que se ha venido haciendo en Londres, su principal competidor como

centro financiero europeo, con lo que se ha establecido un pié de igualdad para las comparaciones estadísticas que puedan necesitar los inversores internacionales.

Las bolsas de Frankfurt y Düsseldorf suponen alrededor de los dos tercios del volumen de negocio de toda Alemania. El papel de Munich, Bremen, Stuttgart, Berlín, Hamburgo y Hannover es mucho más limitado, y en realidad estas bolsas sirven sólo como centros de negociación regional.

A través del nuevo método de cálculo se llega al sorprendente resultado de que el volumen total de contratación de los ocho centros ha sido de 650 m.m. de DM (alrededor de 365 m.m. de dólares) en los cuatro primeros meses de 1.987, para acciones y bonos; lo cual significa que comparado con otros mercados europeos, Alemania dispone de un potencial de mercado sin duda importante.

La innovación más reciente y más significativa de la Federación ha consistido precisamente en iniciar el desarrollo de ese potencial, y ello a través de la apertura de un nuevo mercado secundario para acciones y bonos, con el que se pretende animar a más de 2.200 firmas alemanas de tamaño medio y pequeño para que negocien sus acciones públicamente.

El mercado secundario es la cuarta forma de negociar valores en Alemania. Acciones y bonos se negocian oficialmente en las bolsas, y también en negociaciones libres reguladas, por un lado, y no reguladas, por otro ("as well in regulated free trading and unregulated free trading").

Sólo 29 acciones figuran en las listas del mercado secundario, y el volumen de negociación se ha calificado como muy

bajo. Esto, según han señalado algunas publicaciones, se debe a que los tradicionalmente prudentes directivos de las sociedades alemanas se resisten a afrontar los riesgos de la negociación pública.

Sin embargo, la Federación estima que se puede avanzar mucho en este campo. "Si una compañía es buena y su dirección acertada no debe temerse la publicidad". Por otra parte, la ventaja de operar en la bolsa no es sólo la de obtener recursos, eventualmente, sino también la de ganar experiencia.

Por lo demás, el mercado secundario opera de forma muy parecida al oficial, pero en aquel las compañías no están sometidas a las mismas exigencias por lo que se refiere a su situación financiera, a sus beneficios o a sus pérdidas. Es decir, se exige un informe anual con cifras de ventas, pero las compañías no tienen necesidad de revelar tantos detalles financieros como las que operan en el mercado oficial.

Es posible que el mercado secundario tenga un desarrollo lento, pero lo que parece evidente es el deseo de la Federación de demostrar que las ocho bolsas, en adelante, trabajarán en común, termina dicho el "Herald".

ESPAÑA: LA INFLUENCIA EXTRANJERA EN LA BANCA

Dentro de los dos recientes suplementos consagrados por el "Financial Times" a los bancos de todo el mundo ("World banking") apareció el siguiente análisis dedicado a la banca española que transcribimos íntegramente, por lo que pueda valer.

El sistema bancario español se encamina, o es empujado, hacia su equiparación y entronque con la gran banca europea. La entrada de España en el Mercado Común supuso un paso importante para la transformación de un sector largos años estático, y coincidió, además, con el séptimo aniversario de la apertura del país a nuevos bancos extranjeros. En la actualidad, no sólo hay 40 de éstos plenamente establecidos (incluyendo a la mayoría de los grandes nombres europeos), sino también 10 bancos españoles bajo control exterior. Pocos son los países en los que los bancos extranjeros tengan una presencia tan pública como en España.

El cambio ha tenido una influencia incalculable en el conjunto del sector financiero. Limitados en sus redes de sucursales excepto en el caso de que se arriesgaran a comprar bancos españoles en crisis, los recién llegados han dedicado su energía al desarrollo de nuevos instrumentos y mercados, lo que ha motivado la reacción de sus rivales locales, los cuales, así, han emprendido su modernización. Con la entrada en la C.E.E. se inicia un nuevo periodo de siete años en el camino que ha de llevar a la plena competencia.

A pesar de la aparente tranquilidad de los principales bancos españoles de cara al futuro, se han producido ya cam-

bios sustanciales: limpieza general ("spring-cleaning") en algunas de las grandes instituciones y replanteamiento de la política a seguir respecto a los bancos filiales que tienen todas aquellas bajo su órbita.

Ha habido rejuvenecimiento en la alta dirección (en solo dos años han cambiado la presidencia o los más altos puestos directivos de cinco de los ocho primeros bancos) y se ha producido una apreciable multiplicación de los intermediarios financieros de todo tipo.

El gobierno socialista, mientras tanto, se ha adelantado a sus compromisos con la C.E.E. liberalizando los movimientos de capital y propiciando una mayor competencia. La reacción de los bancos ante estas medidas es incierta, pero es evidente que la apertura les llega en un buen momento, tanto por la situación económica general como por encontrarse la banca en uno de sus mejores momentos de los últimos tiempos.

A pesar de que la entrada en la C.E.E. ha deteriorado el comercio exterior, la balanza de pagos por cuenta corriente tiene un confortable excedente. El crecimiento, por otra parte, ha sido estimulado por un elevado consumo privado y por la inversión. En el negocio bancario, la serie de colapsos que se produjeron entre 1.978 y 1.983 son sólo historia, y los problemas que tuvieron que afrontar los grandes grupos del Hispano Americano y del Banesto a causa de algunas filiales en 1.984 y 1.985 han sido superados.

También han sido resueltos los casos más importantes de deudas de grandes sociedades que acompañaron la llegada de los socialistas al poder, hace cuatro años; y si bien ha

surgido uno nuevo -el de FECSA, con deudas de 600 m.m. de pesetas- no parece que vaya a afectar a los bancos en forma de pérdidas importantes. También por lo que se refiere a los riesgos exteriores parece que las provisiones adoptadas les ofrecen una mayor cobertura. Banco de Santander, que fue víctima de rumores hace unos años a causa de sus compromisos en Iberoamérica, tiene proyectado reducir pronto a cero sus riesgos exteriores.

La mayoría de los bancos presentaron grandes beneficios el año pasado, y las pérdidas -que afectaron a siete bancos españoles y a cinco extranjeros- se vieron apreciablemente reducidas. En conjunto, las ganancias del sector, antes de impuestos, y excluyendo las cajas de ahorro, subieron un 20%, alcanzando los 230 m.m. de pesetas. Rafael Termes, presidente de la Asociación Española de Banca, calificó los resultados como "buenos, pero no tanto".

Una buena parte de las mejoras de los beneficios provino de la reducción de provisiones para créditos malos y de las ganancias en la bolsa, en la que los precios se duplicaron el año pasado.

Los principales problemas que debe afrontar la banca son, por una parte, la relativamente poco eficaz estructura (según datos de la AEB, la banca en España tiene más empleados y más sucursales que en cualquier otro país de la C.E.E. y el volumen menor de créditos por sucursal) y, por otra, la posibilidad de que se restrinjan los márgenes financieros.

La liberalización ha abierto nuevas hostilidades entre los bancos con la eliminación en marzo de los últimos tipos

de interés fijos que se aplicaban a los depósitos a la vista y a corto plazo. Algunos bancos extranjeros menores, como el Barclays -el primer banco extranjero que adquirió una red de agencias- fueron los primeros en proponer fórmulas que suponían remuneraciones atractivas.

Para compensar a los bancos por el coste de una mayor competencia las autoridades cedieron a sus demandas en favor de una fuerte reducción de la proporción de los recursos cuya utilización controla el gobierno y que tradicionalmente ha sido mayor en España que en otros países. Ahora, si bien el 10 por 100 de los depósitos tiene aún que destinarse a pagarés del Tesoro, la proporción reservada para otras inversiones sugeridas por el Estado, que era de cerca del 19%, se ha reducido al 1%.

Para la AEB esto eran buenas noticias, pero no suficientes. Además, el Banco de España elevó inmediatamente las reservas obligatorias del 18 al 19 por cien, retirando así 190 m.m. del sistema en un esfuerzo por contener la oferta monetaria y asegurar su control.

La oferta monetaria en sentido amplio ("widely-defined money supply") debía incrementarse entre el 6,5 y el 9,5% este año, pero después de haberse respetado este objetivo en 1.986 se incrementó el doble de lo programado, debido en parte a las entradas de capital extranjero y en parte a la superior demanda crediticia, tanto pública como privada. Todo esto llevó a que el Banco de España elevara los tipos de interés a corto plazo, situando así a España en una dirección opuesta a la general.

El gobierno afirma que la subida es sólo temporal: pero con unos tipos de interés reales entre los más altos de Europa, los empresarios han sonado la alarma temiendo por el futuro de la recuperación inversora.

EL CITICORP, SU PRESIDENTE REED Y LA DEUDA

Recogemos del "Herald Tribune" (servicio del "New York Times") la siguiente información:

Hasta el momento en que anunció, días pasados, que Citicorp añadiría 3 m.m. de dólares a sus reservas para fallidos, John S. Reed, de 48 años, presidente de la entidad, se había manifestado siempre muy discretamente, como a la sombra de su predecesor y mentor, Walter b. Wriston. Después de su audaz operación, de la que resultarán unas pérdidas trimestrales de 2.500 m.m., Reed se ha convertido en una personalidad por derecho propio.

Aunque Citicorp, con un activo de 200 m.m., es con mucho el mayor banco de Estados Unidos, Reed se había comportado siempre como uno más entre iguales en las reuniones con los otros banqueros y con los representantes de la Administración, los cuales, por lo demás, nunca prestaron mucha atención a las opiniones de Reed sobre la crisis suscitada por la Deuda del Tercer Mundo. Al final ha demostrado que es un hombre a tener en cuenta, y con su iniciativa ha desafiado a sus colegas de otros bancos y a los representantes del Tesoro y de la Reserva Federal.

La decisión de Reed, por otra parte, ha dejado claro que quien manda en el Citicorp es él. El coste de la operación, a corto plazo, será enorme, dando lugar a la primera pérdida del Citicorp desde la Gran Depresión. Pero a través de esta provisión la entidad hace borrón y cuenta nueva e inicia la era Reed.

W.B. Wriston había creído que los préstamos al Tercer Mundo serían devueltos, por lo que mantuvo las reservas para fallidos a un nivel bajo, en relación con lo que es normal en el negocio. Reed, en cambio, menos confiado, ha ido aumentando las reservas, y así el año pasado, por ejemplo, retiró ya de los beneficios unos 500 m. Con su dramática iniciativa más reciente, Reed ha puesto de manifiesto su voluntad de hacer frente al problema, con todas sus consecuencias, en vez de dejar que éste se alargue indefinidamente condicionando toda la política del banco.

Si todo funciona como Reed espera, el Citicorp superará la situación y se convertirá en uno de los bancos más fuertes y rentables del país. Pero la jugada podría resultar gravosa para otras entidades bancarias que carecen del respaldo financiero del Citicorp. Aunque es demasiado pronto para asegurarlo, podría muy bien ocurrir que los mercados financieros exigieran ahora que otros bancos, más débiles, adoptaran idénticas medidas, lo que podría amenazar su seguridad.

Esa posibilidad no pareció inquietar a Reed, quien, a pesar de las extraordinarias pérdidas, apareció en la conferencia en que anunció la medida alegre y jovial. En el curso de la misma dió cuenta de que había comunicado previamente su decisión al BankAmerica y al Manufacturers Hanover. A causa de las grandes sumas que tienen prestadas, así como de su relativamente débil estructura financiera, se estima que éstos son dos de los grandes bancos más vulnerables si se vieran forzados a incrementar grandemente sus reservas para fallidos. Al decir Reed que había hablado con ellos no hizo más que llamar la atención sobre su débil situación.

Banqueros tales como John F. McGillicuddy, el presidente del Manufacturers Hanover, ha propugnado siempre una actitud condescendiente a propósito de la deuda, vislumbrando posibles concesiones en materia de tipos de interés. Reed, por el contrario, ha presionado siempre a los bancos para que adoptaran una actitud dura.

Con el apoyo aparente del Secretario del Tesoro, del Presidente del Consejo de la Reserva Federal y de otros bancos comerciales importantes, las posiciones de McGillicuddy resultaron predominantes en recientes negociaciones, particularmente las llevadas a cabo con las Filipinas y con Chile. Con ocasión de las mismas Reed fue acusado de plantear problemas y de hacer difícil cualquier posible arreglo. En esas ocasiones el Citicorp acabó por ceder, pero ahora puede resultar que vaya a ser Reed el que diga la última palabra.

Una de las cosas que dijo en su conferencia de prensa fue que los 3 m.m. de reservas reflejaban ante todo su preocupación por la deuda del Tercer Mundo, indicando que podría muy bien ocurrir que una parte sustancial de los préstamos no fuera devuelta. También subrayó que la medida sólo afectaba al Citicorp, añadiendo que "no creía que todo el mundo tuviera que hacer lo mismo".

Reed, en su actuación en Citicorp, se ha distinguido por su severidad y dureza, reduciendo las retribuciones, cambiando las normas de servicio sin dar explicación alguna, tratando sin contemplaciones a sus subordinados. Su enorme capacidad de trabajo dió lugar a tensiones familiares, imposibilitado de dedicar un tiempo mínimo a su mujer y cuatro hijos, éstos en edades comprendidas entre los 12 y los 22

años. Eso aconsejó un cambio de hábitos, comprometiéndose a estar en casa a las 6 de la tarde, aunque ello le obligara a salir para la oficina a las 4,30 de la madrugada.

John S. Reed creció en Sudamérica, donde su padre fue director de una fábrica, y se tituló primero en literatura americana en el Washington and Jefferson College, de Washington, y más tarde en metalurgia física, en el Massachusetts Institute of Technology. Sirvió en Corea como oficial del Cuerpo de Ingenieros y posteriormente, antes de entrar en Citicorp con Wriston, trabajó un año como analista de sistemas en Goodyear Tire and Rubber Co.

Contrariamente a Wriston, que adoraba estar siempre en primer plano, Reed rehuye la publicidad. Cuando se dirige a los medios de difusión lo hace siempre para tratar puntos específicos, exclusivamente, y aún en estos casos se somete a los periodistas a determinadas restricciones, tales como la de no transcribir citas directas de Reed.

Antes de alcanzar la presidencia del banco, Reed fue el artífice de la reorganización interna del Citicorp y, después, el encargado de desarrollar las relaciones con los clientes ("the bank consumer business").

El mismo "Herald Tribune", en una información fechada en Méjico, también del servicio del "N.Y. Times", dice lo que sigue:

La decisión del Citicorp de añadir 3 m.m. a sus reservas como protección contra préstamos peligrosos complicará, con

toda seguridad, el proceso para obtener los nuevos fondos que Iberoamérica necesitará pronto. Esta es la opinión de funcionarios, banqueros y diplomáticos en toda esta área afectada.

"Se trata, por supuesto, de un mensaje a los países deudores del Tercer Mundo en el sentido de que la próxima vez las negociaciones serán más duras. Y dadas las dificultades de las últimas, esto es particularmente grave".

Las potenciales consecuencias de la medida del Citicorp serán especialmente sentidas por Brasil y Méjico, los dos grandes deudores, que son además aquellos con los que dicho banco está más comprometido. En efecto, de los 14,7 m.m. de préstamos del Citicorp al Tercer Mundo, 4,6 m.m. corresponden a Brasil y 2,8 a Méjico, lo cual le sitúa como el primer prestamista en ambos países.

El anuncio del Citicorp no se refirió a ningún país en concreto, pero la reacción inicial de Brasil, con una deuda total de 108 m.m., dió a entender que la medida se dirigía en buena parte al gobierno del presidente José Sarney, ya en dificultades por la hiperinflación, las maniobras políticas y la suspensión del pago de intereses. Sin embargo, en un comunicado hecho público en Brasilia a los dos días de la decisión del Citicorp y después de una reunión con el representante de éste, el ministro de Hacienda Bresser Pereira dijo que "la medida del Citicorp no altera en absoluto la política de Brasil a propósito de la deuda exterior", y que "en nada va a afectar a las relaciones de este país con el banco".

El gobierno mejicano no hizo comentario inmediato alguno. Méjico, con una deuda de 100 m.m., obtuvo en marzo un nuevo crédito por 7,7 m.m., pero según se ha dicho oficialmente se va a mantener en reserva durante varios meses al objeto de no acelerar en exceso la economía.

Algunas predicciones señalaban que Méjico podía salir beneficiado de la medida del Citicorp, a corto plazo, especialmente si el valor de los préstamos mejicanos en el segundo mercado de papel -ahora a 55-60 centavos el dólar- fuera a bajar más. "Si los bancos ceden deuda con un descuento, Méjico podría acudir a una parte de los 11 m.m. de sus reservas para acelerar la compra de su propio papel".

Un editorial de "New York Times" enfocaba así la situación creada por la medida del Citicorp:

La decisión de cancelar ("write off") 3 m.m. de los préstamos al Tercer Mundo ha irritado a los competidores con menos recursos. La adopción por éstos de medidas semejantes, dicen, afectaría gravemente a sus reservas y destruiría cualquier esperanza de llegar a arreglos que pueden permitir nuevos préstamos a los países deudores. Sin embargo, si no siguen los pasos del Citicorp corren el riesgo de que sus depositantes y sus accionistas lo interpreten como un signo de debilidad financiera.

Cuanto más se piensa en estas quejas menos se justifican. Los mercados financieros han descontado ya las pérdidas probables de los bancos como consecuencia de la deuda. El

reconocimiento público de las pérdidas apenas altera las cosas; y aún cuando tanto acreedores como deudores sigan pensando en mantener las posibilidades para créditos posteriores, una solución privada de la crisis global no es práctica, ni siquiera deseable.

Los países en desarrollo necesitan infusiones masivas de capital, y los países desarrollados necesitan las exportaciones que las inversiones podrían financiar. Sólo los gobiernos de los países suministradores de fondos están en condiciones de soportar los riesgos de este intercambio vital.

Una respuesta plausible de los bancos a las necesidades del Tercer Mundo podría ser ésta: los prestamistas consienten en suavizar las condiciones de los antiguos préstamos, limitando los pagos de principal e intereses a un porcentaje razonable de los ingresos por exportaciones de los países deudores. A cambio de esto, éstos se comprometen a llevar a cabo las reformas necesarias para incrementar el crecimiento y ampliar la producción de productos exportables. Después de conseguir esto, y una vez reestructurada la deuda, los bancos podría facilitar capitales adicionales para proyectos razonables.

Algunos deudores están en condiciones de funcionar de acuerdo con este esquema, y algunos bancos podrían continuar facilitando recursos a países relativamente sanos, como Brasil y Venezuela. Pero las sumas que los bancos estarían en condiciones de ofrecer son mucho menores que las decenas de miles de millones que se necesitan cada año para sostener el crecimiento del Tercer Mundo y para restablecer las ex-

portaciones de Estados Unidos a los niveles anteriores a la crisis de la deuda.

Incluso en el caso de que los bancos estuvieran dispuestos a canalizar el ahorro de los países pobres sería una mala política dejarles que lo hicieran. El riesgo asumido con préstamos adicionales a economías tan mal administradas como las de Méjico y Zaire podría desestabilizar todo el sistema bancario.

La única solución realista consiste en que sean los gobiernos los que asuman la mayor parte del riesgo. Parte del dinero puede provenir directamente de éstos y parte a través de créditos privados con garantía gubernamental. Pero los canales más convenientes son los de las agencias u organismos multilaterales: el Banco Mundial y sus agentes regionales en Asia, Africa e Iberoamérica. Son ellos los que mejor pueden conocer las posibilidades de que el dinero prestado se va a gastar útilmente. Son ellos también -más que los gobiernos- los que se encuentran en condiciones de hacer aceptar reformas a veces impopulares.

Los países acreedores tienen tanto a ganar como los deudores. Una elevada proporción de cada dólar, o franco, o yen enviado a los países en desarrollo vuelve en forma de demanda de exportaciones industriales. Resulta, sin embargo, que entre los países ricos solo Japón está haciendo un esfuerzo considerable para hacer llegar capital a los grandes deudores.

En parte esto es debido a que los gobiernos no saben muy bien cuales son sus intereses, y en parte a que todavía sue-

ñan en que la solución llegará a través de los bancos. El dramático anuncio del Citicorp debería volverles a la cruda realidad.

"The Washington Post", por su parte, también en un editorial, comentaba la decisión del Citicorp en los siguientes términos:

No ocurre todos los días que un banco anuncie que puede que tenga préstamos irrecuperables por valor de tres mil millones de dólares. Pero en el caso del anuncio del Citicorp la cosa no es tan histórica como podría parecer. Todo el mundo sabe que los préstamos del Tercer Mundo son problemáticos, y lo único que ha hecho aquel banco es admitirlo así, lisa y llanamente.

Es importante señalar lo que tal anuncio no significa. No significa que los grandes bancos no concederán más préstamos al Tercer Mundo. De hecho siguen en el negocio de canalizar capitales hacia el sur. Y tampoco no significa que el Citicorp, y cualquiera de los otros bancos que sigan su ejemplo, se mostrarán en adelante pasivos en el sentido de no reclamar lo que se les debe. Al contrario, el Citicorp puede ser mucho más duro en adelante en sus negociaciones con los deudores. La amenaza de que si se muestra muy exigente éstos se retirarán de la negociación y dejarán al banco con su pérdida no tiene la misma fuerza que antes...

COMERCIO E INVERSION INTERNACIONALES

Recogemos de "The Wall Street Journal" el siguiente análisis:

El comercio exterior ha ido perdiendo fuerza a lo largo de los últimos diez años. En cambio, la inversión internacional se muestra más activa que nunca, hasta el punto de que se ha convertido en el factor dominante de la economía mundial. La mayor parte de la misma se realiza en valores mobiliarios, naturalmente, pero una proporción creciente de ella -que se puede calcular en un tercio del total, o más- es inversión permanente en industrias y servicios financieros.

Tradicionalmente, la inversión ha seguido al comercio. Las cosas han cambiado recientemente y el comercio se va mostrando más y más dependiente de la inversión. Las exportaciones de Estados Unidos en los años en que el dólar estuvo tan sobrevalorado habrían sido todavía menores si las filiales europeas de las empresas americanas y las "joint ventures" de éstas en Japón no hubieran continuado comprando maquinaria, productos químicos y repuestos de los Estados Unidos. De forma análoga, las filiales en el exterior de las instituciones financieras americanas, tales como los grandes bancos, supusieron alrededor de la mitad de los ingresos por servicios durante esos años decepcionantes ("dismal years"). Y confirmando todo ello, se observa ahora cómo los japoneses invierten masivamente en filiales industriales en toda América y en Europa Occidental con el fin de defender sus exportaciones. Incluso los sud-coreanos realizan inver-

siones industriales en América del Norte -especialmente en fábricas situadas cerca de la frontera de Méjico con Estados Unidos, al sur de ésta- para consolidar una clientela para sus exportaciones.

En la actualidad, alrededor de una quinta parte del capital invertido por Estados Unidos toma la forma de dependencias de uno u otro tipo ("facilities") fuera del país. Una proporción similar de la producción de las industrias norteamericanas se obtiene fuera de las fronteras de Estados Unidos. Tres cuartas partes de esa producción se vende fuera, y una cuarta parte se exporta a Norteamérica, bien como productos terminados bien como componentes. Similarmente, los grandes bancos y otros intermediarios financieros tienen una fracción análoga de sus recursos invertidos en el extranjero y realizan una proporción aún mayor de sus negocios a través de las sucursales en el exterior.

Ningún país supera a Estados Unidos como "multinacional", aunque Alemania se le acerca un poco cada día. Pero dentro de algunos años todos los países comercialmente importantes producirán fuera de sus fronteras tanto como lo hacen hoy los Estados Unidos, si no más. En 1.983, los industriales japoneses obtenían sólo el 2% de su producción total fuera de Japón. En 1.986 esta proporción era ya del 5%. Hacia 1.992, es decir, de aquí a cinco años, su producción en el extranjero será probablemente también de una quinta parte del total, con una concentración en Estados Unidos y en España (para su venta en el mercado europeo).

Un tercio al menos del comercio mundial de productos manufacturados se realiza dentro de las mismas empresas ("in-

tracompany trade"). Por ejemplo, desde la fábrica de la frontera mejicana de Sony hasta la fábrica de montaje de la misma Sony en San Diego, o desde una fábrica de motores de la Ford en los Estados Unidos hasta una fábrica de la misma Ford en Europa o en Brasil.

Hoy no es posible mantener una posición firme en un mercado en un área importante si no se implanta uno físicamente en la misma. De no hacerlo así se pierde el sentido del mercado. El ejemplo más reciente de este fenómeno es la experiencia de Volkswagen en Norteamérica. Hace menos de 20 años, en 1.969-70, Volkswagen disponía del 10% del mercado americano. Entonces los sindicatos alemanes vetaron el proyecto para el establecimiento de una fábrica en los Estados Unidos, con el argumento de que "no iban a exportar puestos de trabajo alemanes". Cuando el mercado americano cambió unos pocos años después, como consecuencia de la primera crisis del petróleo, Volkswagen había perdido su sentido del mercado. El 10% de Volkswagen está ahora en manos de los japoneses.

Las diferencias salariales no son una causa importante de las inversiones en el exterior. Por supuesto, las "maquiladoras" de la frontera mejicana, que suministran al mercado norteamericano partes y piezas cuya fabricación requiere el empleo intensivo de mano de obra, así como también las plantas de montaje de productos electrónicos en Taiwan y Singapur, deben su existencia a las diferencias salariales. Pero el coste de la mano de obra industrial es cada día menos importante en el proceso manufacturero. Son pocas las industrias en las cuales representen más del 8%, e incluso en éstas -textiles, automóviles, ensamblaje electrónico, acero-

los costes laborales disminuyen con tanta rapidez que el irse fuera en busca de ventajas salariales se puede considerar como un fenómeno que no sobrevivirá a la presente centuria.

Sin embargo, la mayor fuerza detrás de la inversión internacional tiene que ver, sí, con los recursos humanos. La exportación de productos fomenta el empleo de obreros industriales. La inversión en el extranjero, en cambio, supone la creación de ocupación, en el país de procedencia de la inversión, para técnicos y titulados: ingenieros, químicos, contables, directivos, expertos en control de calidad, investigadores de todo tipo. Con la inversión exterior, pues, se optimiza la utilización de mano de obra: fomenta el empleo de trabajadores industriales en el país de destino de la inversión, y crea oportunidades para los titulados con largos años de estudios en el país de procedencia de la misma.

Se puede esperar así que, salvo en el caso de una depresión de escala mundial, o de una guerra, la inversión internacional seguirá creciendo, y probablemente más deprisa que el comercio mundial. Resulta, sin embargo, que apenas disponemos de cifras sobre este fenómeno. Tampoco tenemos una teoría para una economía internacional que es impulsada por la inversión internacional más bien que por el comercio internacional. Resultado de todo ello es que no entendemos la economía mundial y que no podemos predecir su comportamiento ni anticipar sus tendencias.

Lo que puede deducirse, adicionalmente, de todo ello es que los tipos de cambio, los impuestos y las normas jurídicas serán más importantes en el futuro que los niveles sala-

riales y que los aranceles. Este es uno de los mayores cambios que se han operado en la economía mundial y aquel al cual ni los gobiernos, ni los economistas ni los empresarios han prestado la atención adecuada.

FRANCIA: EL INFORME DEL "COMITE DE SABIOS" SOBRE
LA SEGURIDAD SOCIAL

"Le Monde" del 20 de mayo publicó el informe de los expertos designados por el gobierno francés para sugerir, en una primera fase, las medidas de urgencia necesarias para asegurar el equilibrio del régimen general de la Seguridad Social para el año en curso. Dice así, resumido, el citado informe:

1. El comité constata que la diferencia entre el ritmo de crecimiento de las prestaciones y el de las cotizaciones constituye un factor permanente de desequilibrio, y que este se ha visto agravado por el menor ritmo de progresión de la masa salarial ("par le ralentissement de l'évolution de la masse salariale") provocado por la prolongación de la crisis económica, y especialmente por el aumento del paro, al tiempo que permanecían inalteradas las prestaciones.

Ese fenómeno estructural, que ha hecho necesaria desde hace varios años la sucesiva alza de las cotizaciones y que explica la aparición de los diversos planes de reforma, hacía previsible la situación financiera actual del régimen general y justifica que se lleve a cabo una reflexión a fondo por los "états généraux" sobre el futuro de nuestro sistema de protección social.

2. El déficit del régimen general para 1.987 puede ser evaluado en 24 m.m. de francos, aproximadamente. El déficit de tesorería del mismo régimen podría alcanzar los 15

m.m. el 31 de diciembre próximo. Según las primeras indicaciones, el déficit del ejercicio de 1.988 podría ser del orden de los 40 m.m. y las necesidades de tesorería el 31 de diciembre del próximo año de 55 m.m. Estas estimaciones hacen pensar que son necesarias medidas de urgencia.

3. Todas las organizaciones consultadas están de acuerdo con el Comité en el sentido de manifestar su profunda identificación con la Seguridad Social y su voluntad de que se tomen oportunamente las provisiones adecuadas para evitar que el régimen general se vea en la necesidad de suspender pagos.
4. El Comité, al igual que las partes o los interlocutores sociales ("partenaires sociaux"), entiende que las medidas de urgencia que se adopten no deben prejuzgar las reformas que vayan a resultar de los trabajos de los "états généraux".
5. Todas las delegaciones consultadas estiman que la mejora inmediata de la situación del régimen general no puede resultar -suponiendo que lo aceptaran como principio- de una nueva acción moderadora del gasto. La obtención de resultados por esa vía exigiría además mucho tiempo.

Sin embargo, el Comité considera que los problemas de la Seguridad Social no deberían ser enfocados sólo del lado de los ingresos; y para subrayar la necesidad de un mayor

control del gasto del seguro de enfermedad el Comité pide que entre las medidas de urgencia a adoptar figure la prohibición inmediata de hacer publicidad, bajo cualquier forma, de las bebidas alcohólicas y del tabaco. Por otra parte, el Comité desearía que los precios de venta al público de estos productos, que se encuentran entre los más bajos de los países industrializados, fueren apreciablemente incrementados, y que los ingresos así obtenidos fueran dessttinados eventualmente a la financiación de la seguridad social.

6. Sea como fuere, resulta indispensable alguna medida inmediata destinada a aumentar los ingresos. La mayor parte de las organizaciones consultadas estima que debe tomar la forma de un recargo ("prélèvement") extraordinario y temporal calculado sobre una base más amplia que las rentas profesionales de los asegurados del régimen general. Por esto mismo excluyen un aumetno de las cotizaciones sociales.

El Comité comparte esta opinión. En consecuencia, dos tipos de soluciones pueden ser contempladas:

- Una contribución social generalizada desde lo más bajo a lo más alto ("à compter du premier franc et sans plafonnement"), aplicada a todas las rentas, cualquiera que sea la naturaleza de éstas.
- Una contribución proporcional sobre la renta imponible.

El Comité (por una serie de complejas razones que describe el texto del informe) se ve necesariamente obligado a

recomendar la fórmula del recargo sobre la renta imponible, a pesar de sus imperfecciones. Por lo demás, los poderes públicos han acudido en un pasado reciente a soluciones de este tipo. La elección del Comité está inspirada en la urgencia y en el deseo de no comprometer el futuro.

7. Corresponde a los poderes públicos el determinar el tipo y el rendimiento del recargo necesario para cubrir el periodo hasta la puesta en práctica efectiva de las reformas que se acuerden en los "états généraux". En cualquier caso, su producto no debería ser en 1.987 inferior al importe indispensable para asegurar el equilibrio de la tesorería del régimen general el 31 de diciembre próximo, es decir, de unos 15 m.m.
8. El Comité recomienda que el producto resultante de la solución que se elija sea depositado en un fondo especial administrado por el consejo de administración de la agencia central de los organismos de la Seguridad Social para ser afectado a la cobertura de las necesidades del régimen general.
9. El Comité estima, finalmente, tratándose del régimen general, que en espera de las conclusiones del debate de fondo sobre el futuro de la seguridad social que ha de tener lugar con ocasión de los "états généraux", conviene aplazar cualquier iniciativa sobre el régimen de prestaciones.

En un comentario firmado por Guy Herzlich el mismo "Le Monde" dice, entre otras cosas, lo siguiente:

Al proponer que se acuda a un recargo fiscal extraordinario sobre la renta imponible, los "sabios" rompen el consenso mezclado de resignación que se estaba consiguiendo poco a poco a favor de un recargo general sobre todas las rentas, imponibles o no. Consenso dentro del gobierno y entre éste y la gran mayoría de los interlocutores sociales. La discusión, si acaso, se refería a los límites y a la forma de este recargo.

Con su propuesta, los "sabios" suscitarán las protestas de las profesiones liberales y de la Confédération Générale des Cadres, e irritará a la patronal. Resucitan un debate cuidadosamente cerrado en el seno del gobierno sobre los defectos del sistema fiscal francés, o sobre los recargos o exacciones proporcionales y progresivos. Y por si esto fuera poco, han añadido a su propuesta otra petición exigente, como es la de la prohibición de la publicidad para el alcohol y el tabaco, así como la de aumentar los impuestos de estos productos. Otro recargo obligatorio.

La elección por el Comité de un recargo fiscal como medida de urgencia obedece a razones sociales y técnicas, como se explica en el informe. Al gobierno, sin embargo, se le plantea un problema delicado. Si sigue las recomendaciones de los "sabios" será como si renunciara a las promesas de reducción de impuestos que había hecho, y frustrará a su clientela política (cuadros y profesionales liberales), y esto tanto más cuanto que el recargo deberá ser de más de un

punto para cubrir sólo el déficit de tesorería. Si no sigue la propuesta del Comité, en cambio, puede comprometer el desarrollo de los "états généraux" de la seguridad social. ¡Serio dilema!.

Informaciones posteriores del mismo periódico parisino daban cuenta de que, reunido el gobierno, éste no había tomado ninguna decisión a propósito de la propuesta del Comité de los "sabios". A juicio de "Le Monde" esto reflejaba las dificultades en que se encuentran los ministros para encontrar los 15 m.m. necesarios, como mínimo, para asegurar el ejercicio 1.987. Hay que elegir la fórmula y el importe. El problema es tanto político como económico.

Un recargo proporcional sobre todas las rentas que había previsto el gobierno, además del consenso de los interlocutores sociales contaba con el favor de cierta izquierda, la representada por los economistas Denis Kessler y Dominique Stauss-Kahn, este último diputado socialista y responsable de los estudios y programas del Partido Socialista.

En un artículo publicado en el número de junio 1.986 de la revista "Politiques et management public" (14, Rue Corvisart, Paris 13) los dos citados analizaban diferentes maneras de financiar la Seguridad Social: cotizaciones salariales y patronales, contribución sobre las rentas, IVA o un recargo sobre el valor añadido. Analizando sus efectos sobre la producción, el empleo, la inversión, los precios, la competitividad de las empresas y la equidad social, se decidían

claramente por el recargo ("prélèvement") proporcional sobre todas las rentas.

Esta preferencia parte de una crítica clásica de la financiación actual de la Seguridad Social: descansando en un 90% sobre las cotizaciones basadas en los salarios, penaliza el empleo, hace más ásperas las negociaciones salariales y es "antiredistributivo", en fin, en la medida en que una parte de las cotizaciones tienen un límite ("sont plafonnées"). Su único mérito es que favorece la inversión para reducir los gastos en mano de obra. El aumento ("prélèvement") de las cotizaciones patronales elevaría a la vez el coste global del trabajo y el incentivo inversor, pero frenaría el empleo; repercutido en los precios, pesaría sobre la competitividad de las empresas. el aumento de las cotizaciones salariales no es inflacionista, pero tiene el riesgo de provocar una reducción de la demanda y, posteriormente, de la producción y del empleo, o de suscitar reivindicaciones salariales. Por encima de todo, acentúa la inequidad del sistema, agravando la presión sobre los salarios más bajos.

Una contribución calculada ("assise") sobre las rentas elude estas críticas. Tanto más equitativa, socialmente hablando, en la medida en que afecta también a las rentas de capital, no pesa sobre los precios ni, por consiguiente, sobre la competitividad de las empresas. Es neutra en relación con el empleo.

Dicha contribución presenta ventajas incluso en relación con el impuesto sobre la renta. En efecto, la estrechez ("l'étroitesse") del impuesto sobre la renta en Francia -situación agravada a partir de este año- su reducido rendi-

miento en comparación con las necesidades de financiación de la protección social y su carácter muy progresivo impiden que pueda suponer una aportación significativa sin convertirse en insoportable para las rentas más altas.

En cambio, otras fórmulas que han sido sugeridas -IVA o recargo calculado sobre el valor añadido- presentan a los ojos de los autores del citado estudio inconvenientes diversos que las hacen poco aceptables. Así, una elevación del IVA sería a la vez "antiredistributiva" (puesto que cargaría sobre el consumo, sobre todo el de las categorías sociales más modestas) e inflacionista, y comportaría una reducción de la inversión y de la demanda, perjudicial para el empleo. Un recargo ("une taxe") nuevo calculado sobre el "valor añadido" de las empresas no tendría este inconveniente. No comportaría más que una débil reducción de la producción, pero sería muy inflacionista y reduciría la competitividad de las empresas.

Ya hacia el fin de semana "Le Monde" informaba que se estaba estudiando el aumento de los impuestos sobre el tabaco, que sería compensado por una rebaja del IVA sobre los medicamentos para reducir los efectos de aquella medida en el índice de precios. Paralelamente aligeraría las cargas del seguro de enfermedad.

Una elevación de tres puntos, por ejemplo de los impuestos sobre el tabaco supondría unos ingresos aproximados de mil m. de francos. Una reducción del IVA que grava los medi-

camentos del 7% actual al 5,5% -tipo aplicado a los alimentos de primera necesidad (pan, leche)- representaría una suma equivalente. Una ventaja adicional serían las economías que ello supondría para el mismo seguro de enfermedad.

LOS ARTICULOS DEL IIES

- EL GRAN DESEMBARCO
TULLIO FAZZOLARI
- ECONOMIA MUNDIAL
CARLO DE BENEDETTI
- ITALIA, EL TRIUNFO DE LOS EMPRESARIOS
HENRY TANNER

El gran desembarco (*)

Tullio Fazzolari

Los industriales italianos, capitaneados por Gianni Agnelli, Raul Gardini y Carlo De Benedetti, han descubierto España. - La economía ibérica navega a velas desplegadas. Allí se pueden hacer óptimos negocios

Hemos ganado la partida. En España, que está batiendo - todos los récords de crecimiento económico, los italianos - han conquistado en los primeros cuatro meses de 1987 el primer puesto entre los inversores extranjeros. Han superado a alemanes, americanos y japoneses que, hasta el pasado mes de diciembre, eran dueños indiscutibles de este mercado. Ahora los italianos parecen imparables. Compran de todo como si - fueran turistas americanos en tiendas de souvenirs. Compran empresas enteras y grandes cantidades de títulos en la Bolsa de Madrid.

Y siguen llegando sin cesar, privados e incluso públicos. Montedison ha comprado, por 580.000 millones de liras, - la sociedad farmacéutica Antibióticos. Carlo Bonomi, uno de los ex propietarios de Foro Buonaparte, no ha querido ser me nos y con el 15,5% de Papelera Española conquista el paquete de mayoría relativa de la más importante industria papelera-española, que suministra la mitad de las páginas de los periódicos y todas las de las guías telefónicas. El nuevo dueño de Montedison, el grupo Ferruzzi de Raul Gardini, hace tiempo que

(*) Artículo aparecido en la revista L'Espresso, del 10 de - Mayo de 1987. Traducción de Diorki.

está asentado en España: su imperio agroindustrial puede contar con Guadalco (una cooperativa de Jerez de la Frontera con 12.000 socios) y con Gu.Fersa, empresa de transformación industrial de productos agrarios. Gardini no oculta su deseo de ampliar aún más sus dominios españoles.

Carlo De Benedetti -por su parte- apunta sobre todo al mercado financiero. Después del boom de la Bolsa se ha producido un período de reflexión; puede ser el momento oportuno para invertir. También porque están a punto de relanzarse los fondos de inversión, existentes en España desde 1970 y que hasta ahora han llevado una vida letárgica. Además van a llegar nuevos instrumentos financieros tales como los fondos de pensiones, que comenzarán a operar a finales de septiembre y podrán invertir en acciones el 20% de su patrimonio. Sin embargo, a De Benedetti le interesa también conquistar para Buitoni nuevos espacios en el sector alimentario. Sociedades españolas como Carcesa, Oesa y Uniasa pueden garantizar nuevas salidas para los productos made in Italy.

Barilla, además, ya ha adquirido una fábrica de pastas alimenticias y está definiendo el contrato para una gran fábrica de galletas. De esta forma, los protagonistas del caso-SME corren el riesgo de encontrarse de nuevo en la península ibérica. El mismo IRI ha intensificado desde hace algunos meses los contactos con su homólogo español, el INI. Sus ideas, tanto en el caso de SME como de Buitoni, se concretan en la necesidad de encontrar nuevos espacios y nuevos mercados para sus productos. El reparto de la industria alimentaria italiana lo completa Calisto Tanzi que, con Parmalat, patrocina al equipo de fútbol del Real Madrid y que, más en concreto, quiere introducirse en Lechera de Cataluña, una gran empresa láctea, y busca ramificaciones en el País Vasco.

España parece, pues, la tierra prometida para los italianos. Fiat ha triplicado sus ventas de coches. Los fondos de pensiones garantizan buenos negocios para las compañías de seguros. Los grandes proyectos de obras públicas atraen a nuestras empresas. El programa nuclear no convence demasiado, entodo caso, a Impresit de Fiat, que ya participó en la realización de la central de Almaraz en Extremadura y está dispuesta a entrar en el negocio. Desde luego, inspira más apetencias y más confianza el plan para la construcción de nuevas autopis-tas, que prevé una inversión inmediata de 10 billones de liras. Por ello, Impresit ha comprado el 26% de Hispano-Alemana de -Construcciones y, en consecuencia, de su filial Huarte, dos -empresas líderes de la construcción en España. Cogefar, del -grupo Bastogni, no quiere perder la ocasión y se prepara para desembarcar también. Todas están interesadas en las obras civiles previstas por el nuevo plan ferroviario español (21 billo-nes de liras). Esta perspectiva alienta también a Ansaldo, del IRI, y Breda, del EFIM, que, para conquistar España y vender-material ferroviario, quieren crear una sociedad en joint-venture con Maquinista y Ateinsa, del INI. Por último, Sasea, -- después de haber comprado el grupo Meliá, negocia la absorción de una empresa siderúrgica.

Hay otros negocios garantizados por el sector militar. -Oto Melara quiere construir, en colaboración con los españoles, el nuevo tanque para el ejército. Intermarine de Montedison -está dispuesta a vender a la Marina, que ya no es la Armada -Invencible española, dragaminas con casco de resina.

Los italianos se han convertido en una especie de conquistadores. A los españoles ya no les molesta, están acostumbra--dos. Treinta de las mayores empresas españolas ya están en ma-

nos extranjeras. El 1º de mayo en la Casa de Campo, durante la fiesta del sindicato comunista (las Comisiones Obreras de Marcelino Camacho) los slogans iban dirigidos contra González, pero no contra los extranjeros. Los españoles ironizan sobre la llegada de los viejos y los nuevos yanquis. Algunos citan la película de Bardem y Berlanga "Bienvenido Mr. -- Marshall" que es la historia de un pequeño pueblo que se pre para para la llegada de los americanos y de su ayuda. En -- cierta medida los españoles se han resignado. El ingreso en la CEE les obliga a tener una industria más moderna. El boom del consumo hace aumentar el déficit comercial, compensado - por el turismo y por los capitales extranjeros en Bolsa. Para poner remedio hay que producir más y mejor en España. Y - se necesitan tecnologías que los ibéricos no tienen.

Por ello, vender a los extranjeros es, en ciertos casos, una necesidad. En las telecomunicaciones, la empresa estatal Telefónica, que administra el servicio, ha cedido Standard, - controlada por ella, a los franceses de Alcatel, y Marconi a la sueca Ericsson.

Pero ¿qué ofrece España a los inversores extranjeros?.- Con una tasa de desempleo que roza ya el 22% de la población activa (cerca de tres millones de personas), la mano de obra cuesta menos que en Italia. La diferencia es del 30%, llegan do hasta el 40% y más en regiones menos ricas, como León, - donde posee una fábrica la empresa Antibióticos. También es - más baja la productividad. Un estudio de Peat, Marwick y - Mitchell revela que los trabajadores españoles del sector fi nanciero (crédito, seguros) rinden al 50% de la propia capa - cidad, casi el 20% menos que los italianos. Las tensiones - sindicales están incontroladas. Hoy los veterinarios en huel - ga están poniendo en peligro las corridas. Mañana los médi--

cos catalanes paralizan la sanidad. En Asturias, se siguen ocupando fábricas. El sindicato socialista, la UGT de Nicolás Redondo, compite con Comisiones Obreras en sus actitudes intransigentes. Ambos reclaman aumentos salariales promedios del 7%, mientras el gobierno socialista se mantiene duro en el nivel del 5%. La deuda pública, con la emisión de pagarés del Tesoro, ha hecho subir el coste del dinero del 10 al 17%, y preocupa a los más prestigiosos economistas españoles, como Enrique Fuentes Quintana, y al mismo Banco de España.

Sin embargo, y a pesar de todo, el banco emisor prevé que se logrará el objetivo de reducir la inflación, si no al 5%, por lo menos al 5,5%. Este dato convence de que España es estable y continuará siéndolo. Las facilidades para la industria son siempre mayores que los riesgos, y las previsiones también anuncian que la Bolsa, después de la pausa de esta semana, volverá a subir. Los grandes bancos (Banesto, Santander, Vizcaya, Bilbao, Hispano Americano) quieren reducir su presencia en el mercado que ahora está en el 50%. Los barandilleros (los espectadores de primera fila), es decir, los pequeños ahorradores, ya tienen el 20%. Los extranjeros llegan al 22%. No es mucho en una Bolsa que, con 130.000 millones de operaciones al día (la mitad que la de Milán), representa sólo el 18% del capital de las empresas españolas. Por ello sigue quedando sitio para los italianos. En 1986 invirtieron 7.000 millones (como Panamá y Costa Rica). Ahora, directamente o por mediación de bancos suizos o brokers ingleses (como Morgan Gremfell, Phillip Drew y Savary Mills) van a invertir por lo menos 50.000 millones en 1987. Y quizá más en 1988. El camino de Madrid está abierto.

ECONOMIA MUNDIAL (*)

Carlo de Benedetti.

1. La economía mundial se encuentra hoy ante un gran riesgo y una gran oportunidad.

El gran riesgo consiste en no lograr detener una espiral desfavorable que está conduciendo hacia un ciclo de depresión que se origina en los Estados Unidos y que podría tener una larga duración y efectos gravísimos para todos los países.

La gran oportunidad se basa en la posibilidad que ofrecen las nuevas tecnologías y en la globalización de los mercados para la iniciación de un nuevo ciclo de desarrollo industrial capaz de determinar un nuevo salto en el proceso del crecimiento internacional.

Tenemos delante estos dos caminos que podrán determinar el panorama de los próximos años.

El camino que se tome, de esos dos, dependerá de la inteligencia y de la voluntad de los hombres, de las empresas, de los países.

(*) Texto íntegro de la ponencia del Presidente de Olivetti en la Mesa Redonda que con el mismo título, tuvo lugar en la XI Reunión Costa Brava del Círculo de Economía, en Lloret de Mar, el 8 de mayo de 1.987.

2. No hay duda alguna de que el panorama mundial se ha ido oscureciendo a lo largo del último año.

El déficit comercial de la economía americana es ciertamente el factor más decisivo y más claro de los desequilibrios que perturban el contexto internacional.

Todos conocemos los datos: quizás sea útil recordar que mientras en los años 60 la balanza corriente de EE.UU. acumuló un superávit de 33.000 millones de dólares y en los años 70 un déficit de 4.000 millones, a consecuencia de la crisis petrolífera, en los años 80 Estados Unidos ya ha acumulado un déficit de 410.000 millones de dólares, de los cuales más de 140.000 sólo en 1.986.

Se trata de una cifra enorme, de un desequilibrio que no se reajusta con pequeñas actuaciones coyunturales.

Desde principios de 1.985 hasta hoy día, el dólar se ha devaluado en más de un 70% con respecto a las monedas europeas y al yen japonés; a pesar de todo, la balanza comercial americana parece insensible y presenta déficit mensuales del orden de los 15.000 millones de dólares.

Aunque el dólar perdiera otro 20% de su valor, difícilmente podría reajustar las cuentas de EE.UU., mientras que se aceleraría el proceso depresivo en el comercio internacional.

La balanza comercial americana no es más que la punta del iceberg del problema.

En el pasado año las compras por extranjeros de títulos del Tesoro americano representaron cerca del 22% de las nuevas emisiones frente al 4% en 1.983. La deuda neta con el extranjero de este país, que todavía en 1.984 era acreedor neto, va a acercarse a los 300.000 millones de dólares (casi tres veces la deuda de Brasil) y en tres años podría duplicarse, ocasionando un desembolso anual por intereses no menor a 50.000 millones de dólares.

Es una situación de dependencia insostenible frente a los capitales extranjeros, sobre todo si la comparamos con la situación de los socios comerciales de EE.UU.

3. No hay duda de que, hoy día, el principal socio comercial es el Japón, país que tiene problemas de signo opuesto a los de Estados Unidos, pero no menos graves.

Se miden en relación no sólo con el superávit anormal de la balanza corriente (86.000 millones de dólares en 1.986), sino también con el crecimiento del flujo de capitales que salen del Japón (de 32.000 millones en 1.983 a 132.000 millones en 1.986).

La mayor parte de los flujos de capitales que salen del Japón está representada por inversiones de cartera: se calcula que los japoneses habían suscrito por lo menos 100.000 millones de \$ en bonos del tesoro americano.

La gran potencia financiera del Japón es, sin embargo, también el signo -y en parte la causa- de ciertas debilidades.

La industria japonesa ha seguido una inteligente estrategia de crecimiento tecnológico que la ha conducido a posiciones de vanguardia en muchos sectores; pero, al mismo tiempo, ha concentrado fuertemente sus exportaciones solamente hacia los Estados Unidos (que, en 1.986, recibieron casi el 40% de la exportación de mercancías japonesas) y ha perseguido un modelo tradicional de internacionalización basado sobre la exportación directa al resto del mundo. Actualmente, sólo el 2% de la producción de la industria japonesa se deriva de las inversiones directas en el extranjero. De esta forma se han creado desequilibrios comerciales inaceptables para los socios del Japón.

Por otra parte, la sociedad japonesa está cambiando: el paro que comienza a crecer, el envejecimiento de la población, el deterioro del principio de empleo vitalicio, la creciente percepción de una disparidad entre la potencia económica del país y el relativamente bajo nivel de vida interior, están creando nuevos problemas para el desarrollo.

En el pasado la devaluación del yen siempre permitió el relanzamiento del desarrollo en las fases críticas; hoy día es impensable dicha maniobra, ni es fácil imaginar que la actual situación política y la tradicional estructura de bajo consumo del Japón permita un relanzamiento de la demanda internade tal envergadura que reabsorba en un breve periodo de tiempo el superávit frente al exterior.

4. La agravación de estos desequilibrios han desencadenado una nueva tendencia al proteccionismo que representa una

amenaza para el crecimiento. Sin embargo, la mayor amenaza, sobre todo para nosotros los europeos, viene de un reequilibrio de la cuenta exterior americana conseguido mediante una mayor devaluación del dólar o una fuerte restricción de la demanda interna que será inevitable con la nueva Presidencia.

En este cuadro, el escenario del "pequeño desarrollo" que de algún modo parecía contentar a muchos gobiernos europeos se ha convertido en algo muy inestable y sólo puede acelerar el proceso de recesión que procede del otro lado del Atlántico.

5. Frente a este escenario tan preocupante se coloca la apertura de nuevas oportunidades vinculadas a una transformación estructural profunda.

Hoy día tienden a derrumbarse las más antiguas y más sólidas barreras para el desarrollo de la humanidad; el tiempo y el espacio ya no son dificultades insuperables.

Las ideas, las informaciones y las imágenes circulan en tiempo real; los productos, los capitales y las personas se mueven con gran rapidez en un sistema económico cada vez más interdependiente y menos condicionado por las distancias y los confines políticos.

Esta es la imagen del mundo transformado en una aldea global; una imagen que va más allá de la realidad de los hechos pero que precisamente ha tenido éxito porque representa bien la idea del nuevo proceso de internacionalización de la economía y de la sociedad.

Estoy convencido de que este proceso es irreversible y que no puede ser detenido, sólo ralentizado o retardado por el creciente proteccionismo y por los comportamientos defensivos.

6. Esta convicción se apoya en bases sólidas porque la innovación tecnológica, en primer lugar, es la que ha abierto el camino hacia la globalización de la economía mundial.

A través de la espesa red de conexiones que permiten las nuevas tecnologías de las telecomunicaciones, hoy día se transmiten, casi sin límites, enormes flujos de informaciones, imágenes, palabras. De esta forma se ha creado una nueva capacidad de comunicación, con inmediatas consecuencias económicas, por lo que el cambio cultural aproxima los modelos de consumo y de comportamiento y hace más homogéneos los mercados.

También el saber tecnológico circula más fácilmente: las redes telemáticas y los bancos de datos o, más sencillamente, la mayor movilidad de las personas y los cambios más frecuentes entre empresas, centros de investigación y universidad, aceleran el proceso de difusión de las tecnologías.

Cualquier posición de liderazgo tecnológico tiene una duración breve, ya que aumentan mucho las posibilidades de que todos adquieran el mismo know-how.

7. En todos o casi todos los sectores industriales la aceleración del progreso tecnológico ha acortado el ciclo de

vida de los productos: las empresas disponen de un periodo de tiempo más breve para desarrollar y para colocar en el mercado la misma cantidad de producto y ello les obliga a investigar continuamente nuevas fuentes tecnológicas y financieras, nuevos mercados y canales de venta en un horizonte mundial.

La opción de la internacionalización no es algo fruto de la libre elección de la empresa sino más bien una necesidad. Incluso es una necesidad urgente frente a la cual la tradicional estrategia de desarrollo de las multinacionales aparece como demasiado lenta y demasiado costosa: para crear canales propios de venta y desarrollar productos propios en una perspectiva mundial son precisos enormes recursos tecnológicos y financieros.

Por este motivo, hoy día muchas empresas se orientan activamente hacia una estrategia basada en la definición de una tupida red de acuerdos, alianzas e integraciones que pueden tener diversos contenidos.

El resultado de esta estrategia es, por tanto, la creación de empresas con estructura reticular que plantean nuevos problemas de gestión empresarial: es necesaria la capacidad de elegir las correctas alianzas, de integrar de modo sinérgico culturas, intereses y conocimientos tecnológicos muy diversos, de garantizar una orientación estratégica unitaria dentro de una estructura empresarial muy articulada y descentralizada. De aquí un nuevo reto para el mundo empresarial.

Sin embargo, el proceso de globalización es también un

reto para los gobiernos y la política de los diversos países.

Significa abandonar posiciones a corto plazo, de defensa de lo existente para aceptar el cambio y la adaptación permanente a las nuevas condiciones.

8. Pienso que Italia ha logrado escapar de la quiebra que todos le predecían hace algunos años precisamente porque entre las naciones europeas es quizás la menos estructurada y, por tanto, la más dispuesta a cambiar y a adaptarse a nuevas situaciones.

Hace diez años la industria y la economía italiana estaban formadas por un sistema de empresas infracapitalizadas, cargadas de deudas, con bajos niveles de productividad y frecuentemente sólo capaces de consumir la riqueza existente, pero no de producir nueva riqueza.

Este sistema ha cambiado casi por completo.

Ha aumentado la productividad así como la capacidad de controlar los costes; el endeudamiento se ha redimensionado e incluso existe ahorro; el capital riesgo se ha incrementado debido a que los ahorradores han recobrado la confianza suficiente para prestar sus ahorros a las empresas; los procesos productivos han incorporado nueva maquinaria, nuevas tecnologías y, por tanto, mayor eficiencia; han vuelto los beneficios y la liquidez.

9. Son éstos los cambios que se han producido dentro de las estructuras de las empresas; existen otros que es difícil

comprender si no se tiene en cuenta el gran salto cultural producido en el sistema capitalista italiano.

Un sistema que estaba anquilosado en torno a unos escasos polos de naturaleza familiar o pública, que habían monopolizado el control del mercado de capitales, reduciendo su potencial de crecimiento: todo ello se ha ido transformando, está naciendo un sistema que deja espacio para nuevas empresas, para nuevas asociaciones productivas y financieras y que crece de acuerdo con una lógica más próxima a los principios del mercado, de la eficiencia y del rendimiento. Es la cultura del país lo que ha cambiado, al redescubrir un gusto por el capitalismo, por el desarrollo, por el mercado que parecían haber desaparecido durante los años de la gran inflación de la crisis económica y del terrorismo.

La nueva mentalidad del empresariado se hace patente en el gran número de empresas que han nacido en estos últimos años, en el desarrollo de nuevas zonas industriales -con frecuencia en zonas provinciales- que han venido a sumarse a los tradicionales centros industriales localizados en las grandes ciudades del norte.

El ahorro ha descubierto a la empresa y ésta ha descubierto el mercado. Este crecimiento de madurez ha recuperado para la economía de mercado incluso a muchas empresas que estaban escondidas en la economía sumergida y que basaban en su propia fuerza sobre la evasión fiscal, sobre la improvisación de fantasía y sobre la extrema flexibilidad derivada de la falta casi total de estructuras productivas.

El gran giro dado por los grandes grupos industriales mediante la reestructuración interna y el saneamiento financiero ha incidido también sobre el comportamiento de las pequeñas y medianas empresas.

10. En Italia, como en Europa, el saneamiento y la reestructuración de las empresas no es más que la primera parte del camino que la industria ha de recorrer.

Gracias a la contención de los costes, la reducción de las deudas y la mejora de la productividad en general, los balances han vuelto a ser positivos: pero en muchos casos este proceso ha producido una restricción de la base productiva.

Las empresas deben en este momento retomar y desarrollar su papel fundamental, que es el de hacer crecer la producción y generar nueva riqueza y nuevos puestos de trabajo.

El objetivo del desarrollo es ciertamente mucho más comprometido que el del saneamiento y de la reestructuración.

Para crear desarrollo hay que tener la capacidad de innovar y de entrar en nuevos mercados: es necesario intensificar las inversiones en investigación y desarrollo, realizar productos y servicios innovadores, activar nuevos canales de venta que soslayan las barreras proteccionistas, mejorar la calidad, hacer más eficiente el marketing.

11. Estas son las direcciones hacia las que debe continuar moviéndose el que tenga la responsabilidad de la gestión de la empresa para no convertir en inútiles y vanos los esfuerzos realizados hasta ahora.

Sin embargo, en cada país sólo podrá afrontarse el reto de las nuevas tecnologías y de la globalización, que es más difícil cada día, si el sistema de las empresas está apoyado por un estado que tenga los mismos objetivos en términos de renovación y desarrollo.

En el caso de Italia, el renacimiento industrial y capitalista se ha basado, hasta ahora, en la iniciativa espontánea de las empresas y de los mercados. Ahora es necesario también el apoyo de un estado capaz de dirigir el cambio, de orientarlo hacia el desarrollo, de hacer funcionar las reglas del mercado y de garantizar su cumplimiento por parte de todos.

Es necesario, por tanto, un estado más empresarial, no en el sentido de que invada áreas de actividad económica que la empresa privada sabe atender mejor, sino en el sentido de un estado que sepa hacer funcionar con espíritu emprendedor los servicios y las funciones públicas, que sepa promocionar las actividades más innovadoras, que adecúe el funcionamiento de los mercados a las reglas de una competencia más abierta.

12. En este contexto creo que existen algunas afinidades importantes entre Italia y España.

Veó afinidades en el esfuerzo que la industria española está realizando para reestructurar la propia actividad, para sanear los balances de las empresas y aumentar la productividad y veó también afinidades en el contraste cada vez más evidente entre una gran parte de la industria y del país, que quiere cambiar hacia los mercados y la internacionalidad y aquella parte del país que, por el contrario, ve en la apertura hacia la Comunidad Europea y hacia los mercados internacionales una amenaza para sus propios privilegios y que quisiera continuar viviendo como antes en un mundo que ha experimentado un gran cambio.

Se trata de diferencias que en España pueden parecer más netas que en Italia, pero estamos convencidos de que también en España se ha puesto en marcha un mecanismo que ya no se puede parar. Una parte importante del país ha comenzado a caminar, casi a correr y la nueva mentalidad empresarial e internacional que tan bien representa este "Círculo de Economía" terminará por contagiar cada vez más a nuevos ambientes.

En un panorama europeo lleno de desilusiones y fallos, el relanzamiento de España y de Italia puede y debe aparecer como un signo de esperanza y de cambio.

13. Como empresario, creo en el futuro de España, como he creído y sigo creyendo en el futuro de Italia.

En ambos países existen grandes recursos humanos, herencia de una historia antigua que esperan poderse ex-

presar y están dispuestos a aceptar el riesgo de la actividad empresarial, el cambio hacia una nueva fase de desarrollo.

Creo que los empresarios y, en particular, los empresarios europeos con más "afán de crecimiento" se convertirán en el motor de este nuevo ciclo, abriendo con valor nuevos caminos basados en la innovación tecnológica, movilizandorecursos humanos, recursos financieros, nuevas estructuras organizativas, creando redes y alianzas que atraviesen las fronteras y conviertan en hechos ese proceso de globalización y de integración internacional que es la única perspectiva aceptable.

Este es el único instrumento que permitirá alejar de la escena internacional la nube amenazante del proteccionismo, de la recesión y de la vuelta de la inflación.

En este contexto, España e Italia, países jóvenes, que deben crecer, tienen una misión y una responsabilidad decisivas.

ITALIA: EL TRIUNFO DE LOS EMPRESARIOS

El artículo que sigue, del que es autor Henry Tanner, fue publicado por el "International Herald Tribune" los días 25 y 26 de mayo último.

El magnate de la televisión Silvio Berlusconi es justo el hombre adecuado para anunciar la venta de jabón de baño; Carlo de Benedetti, el presidente de Olivetti, sería perfecto para presentar cocinas de fantasía y manjares para sibaritas; y Giovanni Agnelli, el de Fiat, podría vender cualquier cosa.

Estas fueron las respuestas cuando "Capital", una lujosa revista mensual milanesa, preguntó a directivos de diferentes firmas publicitarias los nombres de las personas que más les gustaría utilizar en anuncios de televisión.

Pietro Barilla, del mundo de la pasta; Giorgio Falk, de la dinastía de siderúrgicos; Taul Gardini, del imperio agro-alimentario Ferruzzi; Mario Schimberni, del conglomerado químico Montedison, y Umberto Norbio, presidente de Alitalia, son otros tantos nombres citados en la encuesta para el mismo fin. De hecho, la lista de los diez modelos preferidos incluía sólo a empresarios, industriales o banqueros. Nadie pensó que Bettino Craxi, Ciriaco de Mita o cualquier otro político pudiera servir para vender esto o lo otro.

Para muchos italianos de hoy, los empresarios son las super-estrellas y los símbolos públicos. Son tan conocidos co-

mo los mejores jugadores de fútbol y tan atractivos ("glamorous") como las estrellas de cine o de la televisión. Sus movimientos y sus opiniones llenan las crónicas sociales y deportivas, así como las páginas financieras y políticas de los periódicos y revistas.

El día en que fue anunciada la fecha de las próximas elecciones, fueron publicadas unas declaraciones de Agnelli diciendo que una renovación de la recién disuelta coalición de cinco partidos era no sólo inevitable sino también conveniente. Esto fue suficiente para que disminuyera la expectativa, con el consiguiente disgusto de los líderes socialistas y cristiano-demócratas, que se están intercambiando insultos como si nunca más pudieran formar parte de una misma coalición. Tanto es ello así que Luigi Luchini, el presidente de Confindustria, la patronal, tuvo que advertirles "que no excedieran los límites del buen gusto".

El nombre de Georges Besse, presidente de Renault, adquirió popularidad y prestigio en Francia sólo después de que los terroristas le asesinaran en una calle de París. Los banqueros británicos y alemanes son sólo campeones de la discreción y del anonimato, y a ningún americano importante se le ha ocurrido repetir las famosas palabras de Charles E. Wilson, el presidente de la General Motors y más tarde Secretario de Defensa, según las cuales "lo que era bueno para Estados Unidos lo era también para GM, y viceversa". En cambio, un número sorprendentemente elevado de italianos parecen auténticamente convencidos de lo que es bueno para Fiat, o Montedison, Olivetti, es bueno para Italia.

Este estado de cosas refleja un profundo cambio político, económico y cultural, que ha afectado tanto al sur como al

norte del país. El cambio se inició en algún momento de los últimos seis años, paralelamente a un rápido crecimiento económico, y continua en el presente a pesar de que la expansión parece haber tocado techo y de que alguna de las exportaciones esenciales haya perdido fuerza.

Con un país preparándose para ir a las urnas el 14 de junio, una de las grandes preguntas es cómo la transformación afectará a los diferentes partidos. La ideología -tradicionalmente presente siempre en el debate italiano- ha perdido atractivo. Fue desacreditada durante los años de terrorismo, cuando las Brigadas Rojas la invocaron para justificar la guerra civil contra el sistema capitalista.

La izquierda, aunque aún fuerte, "no es ya revanchista, y su combate no es la lucha de clases". El partido comunista, ciudadela de la izquierda marxista, está dejando de lado las viejas consignas e intenta asumir la imagen de la social-democracia alemana. Los sindicatos, por su parte, han arrinconado también el marco ideológico para convertirse en negociadores laborales al estilo de los sindicatos americanos.

"Beneficios" ("profit"), antes una palabra repugnante, se ha hecho respetable, según dicen maestros y empresarios, y confirman los líderes sindicales.

Los jóvenes izquierdistas de finales de los años sesenta y de los setenta se han convertido en empresarios de mediana edad y en dirigentes patronales ansiosos de recuperar el tiempo perdido y la falta de preparación. Estos son los que llenan las escuelas de formación empresarial. Sus hermanos menores, hoy "yuppies", nunca llegaron a pasar por la etapa revolucionaria.

Bocconi, la universidad empresarial de Milán, había estado situada en el nivel más inferior en cuanto a prestigio y a aceptación pública, entre las universidades italianas. Hoy, Bocconi es el summum. Su escuela de graduados, abierta hace sólo 14 años, se ve obligada a rechazar nueve de cada diez solicitudes de ingreso. "Cuando empezamos la escuela superior ("the graduate school") en 1.972, dice Claudio De-Matté, su decano y co-fundador, tropezamos con la hostilidad de los no universitarios ("undergraduate") de Bocconi. El día de la inauguración hubo manifestaciones y los estudiantes nos acusaron de querer convertir a los alumnos en esclavos del capitalismo".

En la Academia Domus, de Milán, la primera escuela de diseño de Italia para post-graduados, su directora, Maria Grazia Mazzocchi, decía hace poco que muchos de sus alumnos proceden de familias de pequeños empresarios que habían creado sus negocios a base de ingenio y de trabajo, pero que quieren que sus hijos e hijas adquieran una formación que ellos no tuvieron. La Academia, creada hace tres años, tiene programado un curso de un año que proporciona un título de "master" de diseño. Los alumnos llegan a la Academia con cinco años de universidad. "Estos son abiertos, agresivos y seguros de sí mismos. Saben lo que quieren. Su posición política no está clara". Esto contrasta con la generación estudiantil de 1.968, que marcó la política, el periodismo y las artes para muchos años.

La prosperidad, por otra parte, se ha consolidado, con la ayuda del ahorro. Los italianos son los mayores ahorradores del mundo. De acuerdo con la O.C.D.E., una familia media italiana ahorró un sorprendente 21% de sus ingresos en

1.986, comparado con el 16% de Japón, el 12% de Francia, el 11% de Gran Bretaña y el 4% de Estados Unidos.

Los italianos actuales en buena posición incluyen tantos taxistas, tantos propietarios de restaurants, tantos artesanos, tantos pequeños empresarios y tantas otras clases de gentes que trabajan por cuenta propia que sociólogos y periodistas hablan del nuevo "sueño italiano" como una reencarnación del "sueño americano". El sueño de que cualquier hijo de vecino puede triunfar puede que no sea más realista en Italia de lo que lo fue en Estados Unidos, pero eso es lo que muchos italianos parecen creer, y esta creencia configura el comportamiento general.

"Italianos, gente rica", proclamaba recientemente "Mondo Economico", una respetada publicación económica. "Visión doble", replicaba el diario "La Stampa", propiedad de los Agnelli, el cual argumentaba que "Mondo Economico" y las estadísticas oficiales parecen referirse a dos sociedades distintas dentro de Italia, una con una creciente capacidad de consumo y la otra con grandes problemas de paro, en especial entre los jóvenes, y en el sur. "¿Cuánto puede durar este desequilibrio sin dar lugar a tensiones sociales y económicas graves?", preguntaba "La Stampa".

Sea como fuere, las diferencias de clase se han difuminado, hay menos trabajadores industriales y más gente ocupada en los servicios. La variedad de empleos es enorme, lo mismo que el número de pequeñas empresas. Un trabajador no sabe ya lo que puede esperar, o cuales son sus derechos. Puede que trabaje 60 horas una semana y 18 la siguiente. La flexibilidad es enorme.

En medio de todo este mundo, abigarrado y dinámico, no pocos se han labrado una sólida posición. Los reyes de la moda y del diseño -Giorgio Armani, Gianni Versace, Gianfranco Ferré y Rosita Missoni- forman uno de los grupos de nuevos ricos italianos. Aparecieron en escena en Milán hace 10 o 12 años, salidos de la nada, y han esparcido su riqueza en multitud de tiendas, agencias de publicidad, consultorías, estudios fotográficos, modelos, intérpretes, hoteles, restaurantes... Todos juntos constituyen una fuerza de primera magnitud.

También en la industria y en las finanzas muchos de los grandes nombres de hoy eran perfectamente desconocidos hace sólo unos años. Un siciliano del sector inmobiliario, Salvatore Ligresti, se ha hecho con el control de la autopista Turín-Milán y hace planes grandiosos para la modernización de los servicios ferroviarios de la zona. El mismo de Benedetti, de origen relativamente modesto, controla hoy no sólo Olivetti sino todo un imperio en bancos, seguros, edición, ingeniería, alimentación y otros sectores.

Muchos de los nuevos grandes triunfadores no estaban especialmente preparados para las tareas que les han dado fama y fortuna. Tal es el caso de Mario Schimberni, el presidente de Montedison, protagonista de una reorganización de este coloso que por su ejemplaridad se cita incluso en los libros de texto.

El común denominador es el instinto, el empuje y el sentido de la oportunidad y de la anticipación... todo ello unido a un poco de suerte. Silvio Berlusconi empezó en el campo de la compra-venta inmobiliaria y se introdujo en el

de la televisión cuando entrevistó que el monopolio de la RAI no podía continuar. Hoy está a punto de convertirse en el gran magnate de la televisión europea.

Francesco Micheli, un joven y distinguido financiero, vió como el sistema bancario italiano, oligárquico, mostraba su vulnerabilidad en algún punto débil, lo que condujo a la absorción nada fácil de Bi-Invest -un grupo industrial y financiero- por Montedison.

El despegue de los Benetton, los magnates del género de punto, se produjo cuando concibieron la manera de teñir el producto acabado en vez del hilo, con lo cual se situaron en condiciones de adaptarse a la moda un año antes que sus competidores.

Muchos de los italianos titulares de grandes fortunas viven y trabajan en pequeñas ciudades provinciales. Brescia, Verona, Módena, Favia, Como, Treviso, Ravenna y Parma son algunas de las muchas ciudades del norte de Italia que albergan industrias prósperas y frecuentemente nuevas. Muchas de las personas ricas de esas localidades no son conocidas fuera del ámbito local respectivo. Un fabricante de equipos electrónicos de un pueblo del valle del Po dispuso de los medios suficientes para optar al control de Zanussi, el gran productor de aparatos domésticos, y tuvo que dejar que pasara a las manos de un conglomerado sueco porque los bancos de Milán no habían oído hablar nunca de él. Según manifestó, llegó a ofrecer a los banqueros, para seguir hablando del negocio, un billón de liras (770 m. de dólares) que habría reunido entre unos pocos amigos del café del pueblo. Mientras tanto continua con su vida frugal pueblerina, va a misa

todos los domingos y confiesa que lo único que le preocupa es que encuentra atractivas a las mujeres de sus amigos.

Los hombres de empresa italianos son activos, y se mueven en muy diferentes terrenos. Incluso son propietarios de equipos de fútbol y de periódicos. En política, en cambio, se mantienen detrás de la escena, por lo general, sin identificarse claramente, aunque Berlusconi parece encontrarse cerca de los socialistas. Giovanni Agnelli, según se cree saber, está a favor de los republicanos, mientras que su hermano Umberto, también ejecutivo de la Fiat, fue diputado cristiano-demócrata. En general, la única ideología que mueve a las nuevas generaciones de empresarios italianos son los beneficios.

GRAFICOS DEL MES

LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES
EN ESPAÑA

LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES EN ESPAÑA: UNA VISION COMPARATIVA.

Uno de los aspectos más relevantes del panorama actual de la economía española es, sin duda, la evolución reciente de los tipos de interés a corto plazo.

La política monetaria fijó su objetivo para 1.987 en un crecimiento del 8% de los activos líquidos en manos del público (ALP). Se pretendía de esta manera compatibilizar un crecimiento real del PIB del 3% y una tasa de inflación oficialmente prevista del 5%.

En los meses de enero, febrero y marzo, los ALP's crecieron en tasa mensual el 7,6%, 16,6% y 17,6% respectivamente, lo que, comparado con el 8% de objetivo, implicaba un claro desbordamiento en la cantidad de dinero existente en el sistema. Las causas que explican este desbordamiento son básicamente tres:

1. La excesiva apelación del Tesoro Público al Banco de España para financiar el déficit público, puesto que no se ha utilizado apenas la emisión de deuda del Estado como mecanismo de financiación, dando marcha atrás en la política más ortodoxa iniciada en 1.983.
2. El incremento experimentado por el crédito al sector privado.
3. El paulatino endurecimiento de la política monetaria que ha ido provocando una elevación en los tipos de interés,

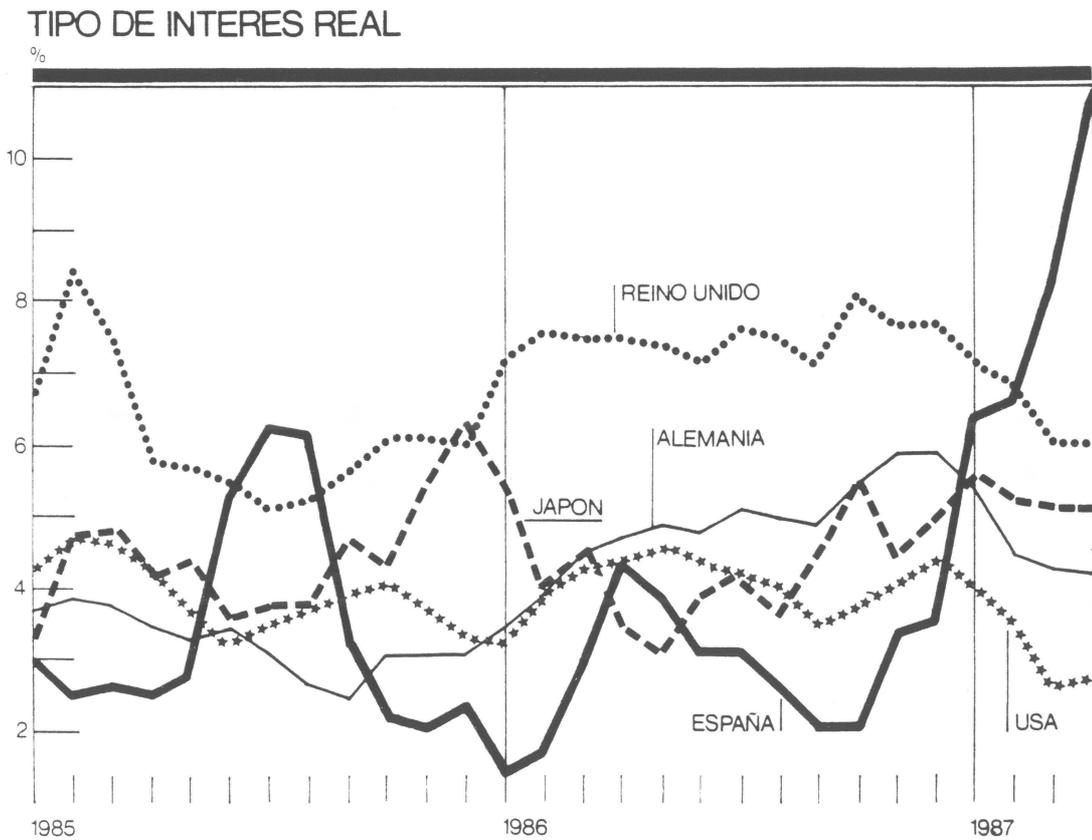
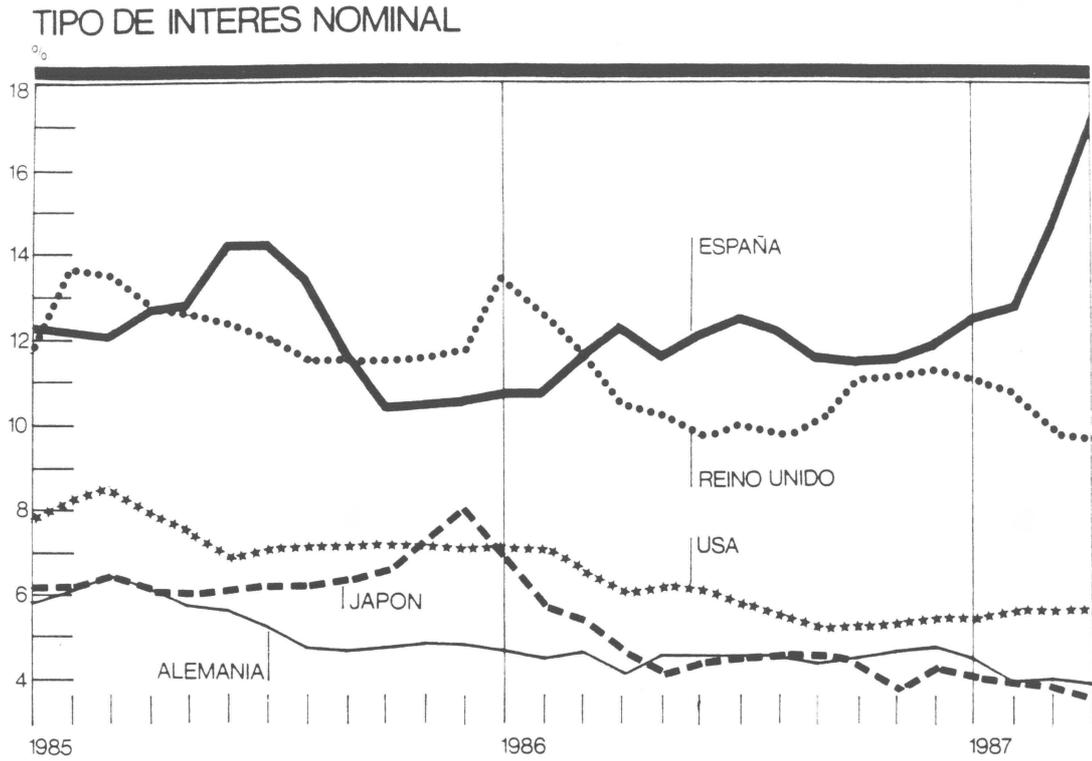
ocasionando una entrada masiva de capital extranjero a corto plazo (hot money) que aumenta el grado de liquidez existente.

El efecto más alarmante que ha provocado esta política, ha sido el aumento espectacular de los tipos de interés en los mercados españoles especialmente a corto plazo, tanto medidos en términos nominales como en términos reales.

Los gráficos que ofrecemos a nuestros lectores muestran la evolución seguida por los tipos de interés a tres meses en el mercado español interbancario de depósitos, y se compara con los tipos de mercados de características similares de EE.UU., Alemania, Reino Unido y Japón, tanto en términos nominales como reales (es decir deduciendo de los tipos nominales las tasas de variación de los índices de precios al consumo en los últimos doce meses).

Como se puede apreciar en los gráficos, los tipos de interés nominales en España han mantenido una relativa estabilidad con una ligera tendencia a la baja desde 1.985 hasta finales de 1.986, excepto en algunos momentos de tensiones monetarias en los que sin embargo, no se registraron grandes saltos. Sin embargo durante el primer cuatrimestre de 1.987 se han visto incrementados en casi 6 puntos, siguiendo una tendencia opuesta a la registrada en el resto de los países empleados para la comparación.

El resultado es mucho más sorprendente si se analizan los tipos reales de interés, puesto que han pasado en cuatro meses de ser los más bajos de los países con mercados finan-



FUENTE: Elaboración propia con datos del Servicio de Estudios del Banco de España, "Evolución reciente de los tipos de interés" (mimeo), EC/1.987/22 mayo, 1987.

cieros desarrollados a ser los más altos de la O.C.D.E. Esta tendencia fomenta rápidamente la entrada de capital a corto plazo, lo que dificulta mucho más la aplicación de la política monetaria restrictiva.

Aunque las medidas monetarias se suavicen en los próximos meses, será muy difícil que los tipos de interés se puedan situar a los niveles establecidos a finales del pasado año. Una vez más afloran los problemas derivados de la excesiva soledad de la política monetaria para hacer frente a la necesaria contención de las tensiones inflacionistas.

INSTANTANEA ECONOMICA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA
Cuadernos de Información Económica. Núm. 3 - Junio 1987

VARIACION DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO (I. P. C.) POR COMUNIDADES AUTONOMAS

	Año 1986		Año 1987 (Variación sígual mes 1986)				Índice abril 87 — Base: 1983 = 100
	Medía anual 86/85	Diciembre 86/ diciembre 85	Enero	Febrero	Marzo	Abril	
Andalucía	9,6	8,9	6,8	6,4	6,7	6,7	138,4
Aragón	8,7	7,5	4,4	5,1	5,8	5,9	134,6
Asturias	8,5	7,7	5,2	5,1	5,1	5,3	134,8
Baleares	9,3	9,4	6,0	5,7	6,5	6,6	136,2
Canarias	6,9	5,0	4,6	5,5	5,7	5,5	131,4
Cantabria	8,7	8,4	5,9	5,7	5,9	6,1	136,7
Castilla-La Mancha	7,8	7,5	5,6	5,3	5,7	6,3	134,2
Castilla-León	8,3	8,1	5,6	5,0	5,6	5,7	135,5
Cataluña	9,3	8,7	6,1	6,5	6,9	6,7	137,0
Comunidad Valenciana	8,0	8,0	5,9	6,0	6,4	6,3	137,5
Extremadura	8,6	7,5	5,7	4,9	5,1	5,0	135,7
Galicia	9,1	9,3	7,0	6,5	6,7	6,7	137,3
Madrid	8,2	7,6	5,2	5,3	5,6	5,6	134,4
Murcia	8,0	7,8	6,5	6,8	6,8	7,4	136,8
Navarra	8,7	9,1	6,2	5,9	6,3	6,7	136,2
País Vasco	9,6	9,1	6,2	6,6	6,6	6,6	139,2
La Rioja	7,2	7,6	5,4	5,3	5,3	5,4	138,7
España	8,8	8,3	6,0	6,0	6,3	6,2	136,4

Fuente: Índice de Precios al Consumo INE.

Nota: Los anteriores datos no registran el nivel de precios relativo de cada comunidad autónoma, sino los ritmos de variación en los períodos que se citan. Así, el 5 por 100 de Extremadura o el 7,4 por 100 de Murcia reflejan el crecimiento de los precios al consumo entre abril de 1986 y abril de 1987 en dichas comunidades.

A plazo medio, la variación del IPC en las distintas comunidades autónomas tiende a coincidir por la normalización de los factores que le afectan. Si se excluye a Canarias, cuya alza de precios en 1986 fue claramente menor, al no afectarle el IVA, el resto de comunidades se movió entre un crecimiento de sus precios al consumo, a lo largo de los últimos cuarenta meses, del 39,2 por 100 en el País Vasco y del 34,2 por 100 en Castilla-La Mancha.

Al analizar cómo ha progresado el IPC regional a lo largo de los últimos años, es difícil encontrar la causa explicativa de las diferencias observadas. Se conjugan alzas de precios desiguales en comunidades con actividad productiva diferente y con distinto nivel de desarrollo. Desviación del 3,7 por 100 en cuarenta meses significa variación de menos del 1 por 100 en la tasa anual de las regiones con precios más y menos crecientes. No puede hablarse, por tanto, de desigual comportamiento de los precios regionales en aras del nivel de renta o del crecimiento de la producción de las distintas comunidades autónomas.