

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

---

## CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL  
RESERVADO**

EL CRECIMIENTO DE LAS  
COMUNIDADES AUTONOMAS  
EN 1989

Cuadernos n° 37      Abril 1990



Fundación Fondo  
para la  
Investigación  
Económica y Social

Obra Social  
de la Confederación  
Española  
de Cajas de Ahorros

Ejemplar núm.



EL CRECIMIENTO DE LAS  
COMUNIDADES AUTONOMAS  
EN 1989

Cuadernos n°37      Abril 1990



S U M A R I O

---

PRESENTACION

ECONOMIA ESPAÑOLA

- . Evolución del producto interior bruto, por Comunidades Autónomas en 1989.

ECONOMIA INTERNACIONAL

- . Exámen actual de la persistente crisis económica argentina.  
Juan Velarde Fuertes.
- . La paradoja de la economía argentina. País rico, país pobre.  
Carlos Rodríguez Braun.
- . Relaciones económicas hispano-argentinas.
- . Sobre las drásticas medidas antiinflacionistas de Brasil y de Argentina.  
The Economist.

SISTEMA FINANCIERO

- . Diez meses de limitación del crédito: la experiencia española de desintermediación financiera.  
Analistas Financieros Internacionales, S.A. (Grupo Ahorro Corporación).
- . Sobre el coeficiente de garantía  
Antonio Serra Ramoneda.

RESUMEN DE PRENSA

La información económica en la prensa internacional.

.../...

ARTICULO DEL MES

- . El Banco Bilbao Vizcaya ó la guerra entre dos bancos.  
Philip Sington.

GRAFICO DEL MES

- . Evolución del empleo y del PIB (1975-1988).

LOS LIBROS DEL MES

- . "Una historia del Banco Hipotecario de España 1872-1986",  
Juan A. Lacomba y Gumersindo Ruiz, con la colaboración de  
Luis de la Macorra y Antonio Ruiz.  
Alianza Editorial, 1990.
- . La nueva etapa de "Hacienda Pública".  
Instituto de Estudios Fiscales, 1990.

PRESENTACION

*El interés suscitado por los temas económicos regionales en España y la tradicional implantación regional de las Cajas de Ahorros están en la base de la atención prioritaria que la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, concede a la economía de las Comunidades Autónomas en sus programas permanentes de investigación. Este hecho tiene diversas manifestaciones dentro del conjunto de publicaciones que la Fundación realiza y particularmente en la colección específicamente destinada al análisis de la economía de las diferentes Comunidades Autónomas que cuenta ya con seis estudios regionales editados (Andalucía, Galicia, Valencia, Castilla-La Mancha, Navarra y Murcia) y otras (como Baleares y el País Vasco) se encuentra ya en avanzado estado de realización y verán la luz en fecha inmediata.*

*En esa línea de trabajo, la Fundación viene elaborando desde 1986 un estudio anual sobre la evolución del PIB por Comunidades Autónomas separando el comportamiento de los cuatro grandes sectores productivos básicos. El estudio correspondiente a 1989 acaba de hacerse público (1) y la primera colaboración que integra el presente número de Cuadernos de Información Económica ofrece a sus lectores las primicias de este nuevo análisis de la evolución regional del PIB que por su cuidada elaboración y por su contraste, al límite de lo posible, con la información estadística disponible, viene gozando -a juzgar por su reiterada cita y utilización- del favor de quienes se interesan por el diverso comportamiento regional de la economía española.*

*Los datos de 1989 arrojan algunos hechos destacables. La mayor parte de las Comunidades Autónomas registraron crecimientos del PIB entre el 5 y el 6%, como el conjunto de la economía español-*

---

*(1) La versión íntegra del trabajo puede encontrarse en Papeles de Economía Española. Anexo 5. Abril 1990.*

la. Algunas Comunidades como Cantabria -que se sitúa en el primer lugar del crecimiento- Castilla La Mancha y Murcia, crecieron por encima de la media nacional, mientras que la Comunidad Valenciana, Extremadura, Castilla y León, Baleares y Canarias -que cierran la relación- lo hicieron por debajo de la media. Aunque los datos de un año no son permanentes y no tienen por tanto una significación estructural, la información de 1989 apunta hacia una recuperación de la economía de la Cornisa Cantábrica, y una caída apreciable en la de los archipiélagos que venían constituyendo puntos de crecimiento intensivo en el período de recuperación económica desde 1985 a 1988.

En el ámbito de la economía internacional, Cuadernos se ocupa en este número de un tema siempre actual y siempre sorprendente para el observador externo: la crisis de la economía de Argentina. Tres notas integran la aproximación a este complejo tema:

\* El trabajo titulado "Exámen actual de la persistente crisis económica argentina" de la que es autor el Profesor Juan Velarde quien con su habitual erudición ofrece una espléndida síntesis de la dimensión y raíces de los problemas económicos argentinos.

\* La nota que bajo el título "La paradoja de la economía argentina. País rico, país pobre" ha elaborado Carlos Rodríguez Braun y que relata de la mano de este experto conocedor de la economía argentina, como la inflación y la inadecuada asignación de recursos han convertido a un país rico en recursos en una nación empobrecida e incapaz de transformar esa riqueza en bienestar.

\* Los anteriores trabajos se completan con un breve y sencillo parte numérico de la reciente evolución cuantitativa de las relaciones económicas de España con Argentina.

En el área del Sistema Financiero, la periódica colaboración de Analistas Financieros Internacionales se ocupa de la limitación de crédito como medida monetaria restrictiva con una experiencia de casi diez meses desde su implantación en España. Quizás la conclusión más importante que del análisis realizado se extrae es la clara confirmación de la existencia de un amplio proceso de desintermediación financiera manifestado en el auge de los pagarés de empresa que está cambiando los canales de financiación del sector privado de forma que se evite el límite de crédito, restando su potencial eficacia a este instrumento cuyo carácter burdo y discriminatorio lo convierte en blanco de las críticas de las entidades financieras.

Por su parte, la breve nota elaborada por el Presidente de la Caja de Ahorros de Cataluña, Antonio Serra, llama la atención sobre un tema extraordinariamente importante para la capitalización de las entidades crediticias en general y de las Cajas de Ahorros en particular, sin violentar su histórica naturaleza mutualista y sin forzar procesos de fusiones en cuya base no existan motivaciones de racionalidad económica y financiera: la conveniencia de la autorización fiscal de la regularización de balances que afloraría recursos propios y se situaría así, junto con la deuda subordinada y las cuotas participativas entre los instrumentos idóneos para nutrir, a corto plazo, los recursos propios exigidos por la normativa financiera vigente. La regularización de balances que en el pasado fué permitida por distintas leyes presupuestarias no ha vuelto a utilizarse desde 1983 y es claro que su autorización fiscal vendría a admitir contablemente una realidad cierta colaborando de esta manera a paliar un grave problema actual de muchas entidades financieras.

Otros cuatro elementos habituales completan el contenido de este número de Cuadernos:

\* El resumen de la información económica en la prensa internacional.

\* El artículo del mes titulado "El BBV o la guerra entre dos bancos" en el que Philip Sington comenta, desde la perspectiva de un observador externo, los problemas que han acompañado al proceso de gestación del BBV y la perturbación que la fusión ha supuesto para la propia marcha operativa del Banco. Los bancos españoles -concluye- sólo aprenderán a ser competitivos en el mercado internacional, cuando el objeto principal de sus preocupaciones sea el propio mercado.

\* El gráfico del mes muestra el paralelismo entre la evolución del PIB y del empleo entre 1975 y 1989 en Europa y en España.

\* En los libros del mes, finalmente, se da noticia de la publicación de la obra titulada "Una historia del Banco Hipotecario de España. 1872-1986" que viene a nutrir la bibliografía histórica sobre los orígenes y evolución del sistema financiero español.

También en esta sección, Cuadernos, formula su bienvenida y los mejores deseos de futuro a la revista Hacienda Pública Española que edita el Instituto de Estudios Fiscales, en el inicio de su segunda época. De su capacidad de información y de generar una conciencia colectiva sobre los problemas de nuestro sector público, cabe esperar unos positivos efectos sobre el diseño y la instrumentación más adecuada de la política pública en su vertiente financiera.

ECONOMIA ESPAÑOLA

---



**EVOLUCION DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO,**  
**POR COMUNIDADES AUTONOMAS EN 1.989.**

La Fundación FIES ha estimado, por cuarto año consecutivo, la evolución del Producto Interior Bruto en las diecisiete Comunidades Autónomas, con separación de lo ocurrido en cada uno de los cuatro grandes sectores productivos: Agricultura y Pesca, Industria, Construcción y Servicios. En este caso la estimación se refiere al último ejercicio económico de 1.989.

El primer hecho que es necesario destacar es que se trata de un avance obtenido a través de la información disponible procedente de las estadísticas existentes. Los resultados alcanzados, elaborados en el departamento estadístico de la Fundación, son de nuestra propia responsabilidad, pero en todos los casos, se han visto sometidos previamente a la crítica de las Direcciones de Planificación y Economía de las respectivas comunidades, corrigiéndose en ocasiones los datos primitivos, en la medida que la información aportada por las Comunidades permitió mejorar la estimación inicial.

La estimación comentada, parte de los resultados obtenidos en el estudio bianual de la Renta Nacional de España y su distribución provincial del Banco de Bilbao Vizcaya, correspondiente a 1.985. Para la estimación de 1.989 se ha dispuesto de un avance de los datos de valor añadido bruto del año 1.987, correspondientes a los sectores no agrarios, lo que, si bien no ha afectado a las tasas de crecimiento

real de cada sector, sí tiene incidencia al evaluar el PIB nominal por comunidades, en la medida que el comportamiento sectorial de los precios no haya sido homogéneo, según ramas de producción, en las respectivas comunidades.

### Evolución del PIB en 1.989

La variación del PIB en 1.989 se ha visto afectada por dos grupos de hechos que han marcado el pasado ejercicio económico. Hechos, en primer lugar, negativos, que han afectado al comportamiento de la producción primaria: la producción rural (agricultura y ganadería) y la producción pesquera. El año agrícola ha registrado una campaña deficiente básicamente para los grandes cultivos del secano español. El sector pesquero se ha visto también afectado negativamente en su producción que atraviesa por una larga etapa crítica. Sin embargo, frente a estos hechos negativos, dos hechos positivos han configurado la suerte económica de 1.989: el espectacular crecimiento del sector de la construcción, sin duda el sector más dinámico para todas las Comunidades Autónomas españolas, con la excepción sorprendente de Canarias, y el buen comportamiento de la producción industrial que ofrece en todas las Comunidades tasas de crecimiento positivas. Es la participación de las distintas Comunidades Autónomas en esos hechos negativos y positivos la que ha determinado su distinta suerte en 1.989.

Las cifras totales que se obtienen a través de la contemplación de la producción española por las Comunidades Autónomas discrepan de las difundidas por el INE. En efecto,

la estimación del crecimiento del PIB en 1.989, agregando los resultados productivos de las Comunidades Autónomas, se eleva al 5.2%, tres décimas por encima de la estimación del INE. Es obvio que la metodología de estas dos estimaciones es diferente y por lo tanto, discrepan los resultados totales agregados.

Esas discrepancias encuentran su justificación, en primer lugar, en el deterioro estimado de la producción agro-pesquera para las distintas comunidades. El agregado resultante total obtenido por la Fundación FIES limita al -2.7% la caída de su valor añadido bruto frente al -4% estimado por el INE. Esta discrepancia no repercute de una manera fundamental en la estimación del PIB, dada la reducida participación de la producción primaria del PIB español (en conjunto, las discrepancias de las dos estimaciones significan apenas una décima de punto de la tasa de crecimiento del PIB).

Más importantes son las discrepancias en la estimación de la producción industrial sin construcción, en 1.989. Según la estimación de la Fundación FIES, su tasa de crecimiento se sitúa en el 5.5%, frente al moderado 4% en que la cifra el INE. Creemos que existen razones que avalan el crecimiento del 5.5% como más representativo del desarrollo industrial español en 1.989. En primer lugar, la estimación del INE del 4% se sitúa por debajo del crecimiento registrado de la producción industrial (IPI) que, según los datos del propio INE, creció en el 4.5% en su media anual. Si se tiene en cuenta la obsolescencia de la base del IPI (año

1.972) y los cambios introducidos en la estructura industrial española, parece razonable suponer la existencia de un crecimiento mayor al computado por el INE. Por otra parte, el crecimiento del empleo industrial a una tasa del 3.3% en 1.989 limitaría a sólo el 0.7% el aumento registrado en la productividad aparente, tasa de crecimiento de la productividad que se compadece mal con el notable proceso de modernización y equipamiento de la industria española, derivado del intenso esfuerzo de inversión que el país ha realizado desde el comienzo de la recuperación económica en 1.985. Parece en principio que un crecimiento de la productividad aparente de la industria del 2.1% sería más acorde con el proceso de renovación industrial que se ha registrado en la industria española y que ha estado presente en nuestra estimación. Finalmente, el alza de los precios en la industria en 1.989 a una tasa del 4.2%, sensiblemente inferior a la del resto de los sectores productivos, tiene que explicarse necesariamente por la ganancia de la productividad en las empresas industriales que ha debido ser muy superior al 0.7% en que la estima el INE.

En cuanto al sector de la construcción, es bien conocido que ha liderado a todos los sectores productivos españoles. Las dos estimaciones, la realizada en la Fundación FIES a partir de los datos de las Comunidades y la resultante de los cálculos del INE, coinciden en el 13% como tasa representativa del desarrollo de esta industria en 1.989. Esa expansión de la construcción ha constituido un denominador común para todas las Comunidades Autónomas como antes se

indicó. La excepción de Canarias que precede a la caída del turismo, es tan significativa como preocupante.

En el sector servicios, la estimación que resulta de la agregación de las distintas Comunidades Autónomas limita su crecimiento al 4.9%, frente al 5.5% del INE. Esa discrepancia tiene una explicación estadística, ya que en el sector servicios el INE incorpora los servicios bancarios al PIB sectorial (que luego son restados al estimar el crecimiento agregado del PIB).

#### El crecimiento del PIB por Comunidades Autónomas

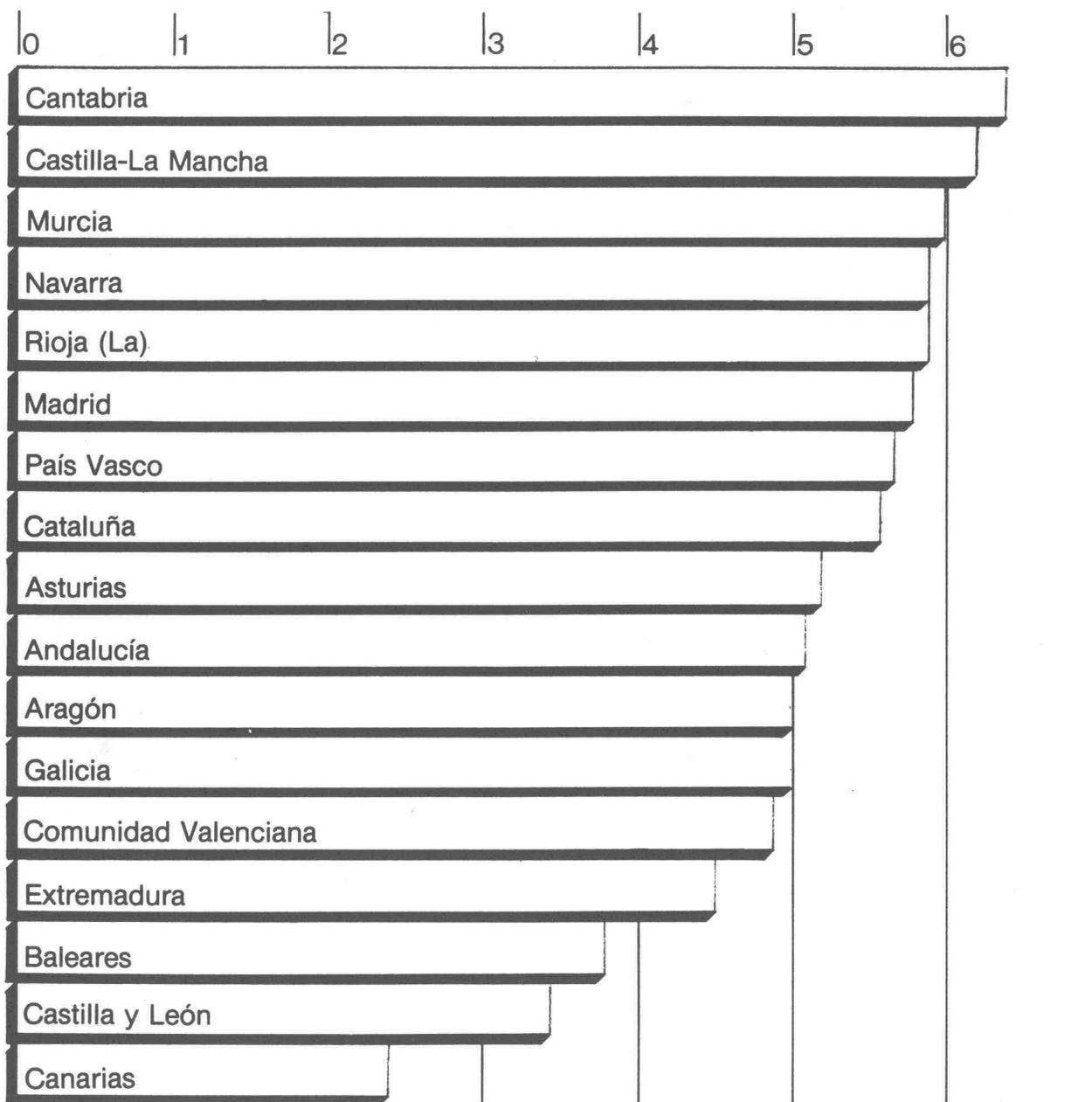
Ese diverso comportamiento sectorial anteriormente referido ha repartido la distinta suerte entre las Comunidades Autónomas en el ejercicio pasado. Es esa participación de cada Comunidad Autónoma en los hechos económicos negativos y positivos de 1.989 la que explica que el crecimiento de las Comunidades Autónomas fluctúe entre el 6.4% de Cantabria y el 2.4% de Canarias (ver gráfico 1). Una diferencia considerable, pero que debe ser debidamente valorada, ya que al tratarse de un solo ejercicio (1.989) posee unas indudables connotaciones coyunturales más que estructurales.

Aún contando con esa observación, las cifras de crecimiento de las diversas Comunidades merecen algún comentario.

Quizás el hecho más destacado lo constituye el encajamiento por Cantabria de la tabla de crecimiento del PIB

GRAFICO 1

**VARIACION DEL PIB POR CC.AA. 1989**  
**(Tasa de variación sobre 1988)**



en 1.989, mostrando una recuperación clara de una situación crítica registrada en años anteriores y ya vencida. En esa recuperación espectacular de la economía cántabra ha influido el intenso crecimiento registrado en la industria de la construcción y el excelente comportamiento del sector servicios. En esa tasa del sector servicios ha influido un aprovechamiento de las oportunidades turísticas de esta región privilegiada que parecen estar estimando los españoles, porque el turismo en Cantabria es fundamentalmente nacional, lo que ha permitido su intenso crecimiento que, por desgracia, no se ha registrado en el turismo extranjero que ha afectado con más intensidad a otras Comunidades Autónomas.

Castilla-La Mancha, con un crecimiento del 6.2% sigue a Cantabria. En esa tasa de crecimiento ha influido sobre todo el sector de la construcción que encabeza, con el 21.2% al registrado en todas las Comunidades Autónomas españolas. Esa mejora del PIB basada en la fuerte expansión de la construcción, se apoya en las importantes obras de infraestructura que se han realizado en la región en 1.989. Es también destacable, como acontecimiento que ha sostenido la tasa de crecimiento de la Comunidad, el valor positivo alcanzado en la producción del sector primario, merced al mejor año agrícola registrado en la producción del sector vitivinícola.

Murcia, con el 6% de crecimiento, aparece en tercer lugar tras Cantabria y Castilla-La Mancha, que encabezan el aumento registrado en el PIB en 1.989 en las distintas Comunidades Autónomas. No es esta una novedad, porque desde hace

años la Comunidad Autónoma de Murcia es una de las Comunidades españolas más dinámicas. Al buen resultado del año 1.989 han contribuido el excelente ejercicio industrial, que supera netamente a la media de las distintas Comunidades (6.1% frente al 5.5%) y el buen año de producción hortofrutícola, con un aumento del 6.2%. El sector de la construcción, como ha sucedido en otras Comunidades Autónomas, ha estado presente con su dinamismo, para sostener la tasa de crecimiento del PIB, situándose por encima de la media nacional (14.6, frente a 13%).

El mayor conjunto de las Comunidades Autónomas españolas (nueve en total) ha registrado un crecimiento del PIB, comprendido entre el 5% y el 6%. Entre esas regiones figuran La Rioja, Navarra, Cataluña, Andalucía y Aragón, lo que no es ninguna sorpresa, toda vez que estas Comunidades están situadas, bien en el arco mediterráneo que va de Gerona a Huelva o bien en el floreciente eje del Ebro, que han polarizado en los últimos años el crecimiento económico español.

Más sorprendente es, sin embargo, que el País Vasco, Asturias y Galicia, inscriban sus cifras de crecimiento en esos valores. En el caso del País Vasco, con un 5.7% y el de Asturias con un 5.2%, anuncian una recuperación clara de la cornisa Cantábrica, cuyo hundimiento económico durante la etapa crítica se había convertido en el gran pasivo del desarrollo económico regional. Galicia se incorpora también a este grupo intermedio en 1.989.

Por debajo de la tasa media de crecimiento del PIB de España figuran cinco Comunidades Autónomas que deben esa posición a causas diferentes. La Comunidad Valenciana ha acusado un menor crecimiento de los servicios en el ejercicio de 1.989 debido a la caída del turismo, aunque su producto agrario se haya sostenido.

Los casos de Extremadura y Castilla y León han registrado tasas continuadas de crecimiento inferiores a la media nacional y lo han vuelto a hacer en 1.989. Castilla y León ha tenido, sin duda, el peor año agrario que se ha registrado en todas las Comunidades (-11.3%, frente al -2.7% de la media española), lo que ha pesado decisivamente en su tasa de crecimiento de sólo el 3.8% del PIB. Extremadura, por el contrario, ha tenido un desarrollo más elevado del PIB (4.5%), porque el sector agrario no ha tenido un comportamiento tan negativo como el de Castilla y León (-1.3%).

Los casos más sorprendentes son los de los archipiélagos convertidos en emporios y polos básicos del intenso desarrollo económico que ha dominado en la etapa de la recuperación económica española (1.985-88). En 1.989 Baleares y Canarias cierran la tabla de crecimiento del PIB con muy reducidos valores (3.8% para Baleares y 2.4% para Canarias). En Baleares se ha conjugado un mal año agrícola con un deficiente crecimiento del sector industrial y con la caída del turismo que se ha convertido en el primer problema de la Comunidad y al que debería concederse una prioritaria atención nacional por la política económica. Situación semejante es la de Canarias, cuyo deterioro en el sector servicios ha

sido espectacular, con la caída del turismo y que acusa también la abierta debilidad del sector de la construcción que diverge abiertamente del índice medio español (2.1% de crecimiento, frente al 13% de media española).

### Participación de las Comunidades Autónomas en el PIB español

La evolución del PIB en las distintas Comunidades españolas ha introducido escasa variación en la aportación al PIB por cada una de las Comunidades Autónomas españolas. Las pequeñas variaciones existentes, corresponden a las Comunidades que lograron mayor incremento del PIB, aunque el diferente comportamiento de los precios relativos de los cuatro grandes sectores introduce ligeras modificaciones.

De las cuatro Comunidades de mayor dimensión, con aportación al PIB nacional de más del 10% (Cataluña, Madrid, Andalucía y Comunidad Valenciana), solamente la Comunidad Valenciana ha perdido cuatro centésimas en su participación en el PIB agregado de España, debido a que su crecimiento en 1.989 se ha limitado al 4.9%, frente al 5.2% de la media nacional. En el grupo de Comunidades con dimensión media, superior al 3% del producto nacional e inferior al 10% (País Vasco, Galicia, Castilla y León, Canarias, Aragón y Castilla-La Mancha), todas perdieron participación en el PIB de España, con la excepción de Castilla-La Mancha y Aragón, que se mantuvieron constantes. En el caso del País Vasco, la ligera pérdida de participación de una centésima se debe a los menores precios relativos incorporados al producto industrial.

Del resto de Comunidades (siete) cuya aportación al PIB agregado es inferior al 3% (Asturias, Baleares, Murcia, Extremadura, Navarra, Cantabria y La Rioja), tres de ellas, Cantabria, Murcia y La Rioja han ganado alguna centésima en su participación en la formación del PIB español. Navarra mantiene su participación relativa y otras tres, Baleares, Asturias y Extremadura, pierden dos o una centésima.

Es evidente que la importancia económica relativa de cada Comunidad se ve escasamente afectada por las diferencias de crecimiento de un solo año. La Comunidad que más ha crecido en 1.989, Cantabria, sólo ganó dos centésimas en el PIB español, mientras que Canarias, la menos creciente, llegó a perder nueve centésimas (3.83% del PIB en 1.989 frente al 3.92% computado en 1.988).

### Producto Interior Bruto por habitante

Aunque el dato del PIB por habitante no sea fielmente representativo del nivel de renta alcanzado por la población residente en una determinada área, región o provincia, no deja de ser un indicador, ampliamente utilizado, para detectar las diferencias del nivel de desarrollo.

Once de las diecisiete Comunidades Autónomas españolas han ganado participación relativa en el PIB por habitante, entre 1.988 y 1.989. Pero seis de ellas han acusado deterioro. En la evolución del PIB por habitante juegan tres factores, el crecimiento económico, los precios relativos y

la evolución de la población. De las once Comunidades que ganan nivel relativo del PIB por habitante en 1.989, cinco de ellas se sitúan en los ejes expansivos de la economía española (Aragón, Navarra, La Rioja, Murcia y Cataluña). Las seis Comunidades restantes que ganan participación del PIB por habitante en 1.989 fueron Asturias, Cantabria, Castilla-La Mancha, Galicia, Madrid y País Vasco.

Las seis Comunidades que han perdido participación en el PIB por habitante fueron Canarias y Baleares, por la caída del turismo exterior, Andalucía por la mayor expansión demográfica, mientras que las tres restantes: Comunidad Valenciana, Castilla y León, y Extremadura, han perdido peso como consecuencia de su menor crecimiento relativo.

#### Los ejes de expansión de la economía española en 1.989

Lo acontecido en 1.989 ha servido para confirmar la tendencia expansiva de las regiones españolas situadas en los ejes de su crecimiento económico: Murcia, Cataluña y Andalucía, integradas en el arco mediterráneo, registraron tasas elevadas en el crecimiento del producto. Igualmente ocurre con las regiones del Valle del Ebro: La Rioja, Navarra y Aragón. La Comunidad Valenciana se ha visto afectada por el menor crecimiento en los servicios a consecuencia de la caída del turismo exterior, al igual que ha ocurrido con Canarias y Baleares, Comunidades que registraron el menor crecimiento por idéntico motivo. Resulta por tanto, que la España expansiva mantuvo en 1.989 la pauta precedente, si bien, afectada por el efecto depresivo del turismo exterior.

La España en declive, la formada por la cornisa cantábrica, ha experimentado un crecimiento muy significativo en la medida que las tres Comunidades que la integran, País Vasco, Cantabria y Asturias, registraron tasas más crecientes que la media española. De proseguir en los próximos años la tendencia del bienio 88-89, la recuperación de las regiones en declive de la cornisa cantábrica, podría ser una realidad.

Por lo que se refiere a la España con tendencia a su despoblación, constituída básicamente por Extremadura, las dos Castillas y León y Galicia, la situación fue desigual, ya que si bien Extremadura y Castilla y León registraron tasas menos crecientes que la media, Castilla-La Mancha la superó ampliamente por la incidencia favorable de la producción vitivinícola y el sector de la construcción. En cualquier caso, la tendencia a la despoblación en estas Comunidades se ha mantenido, en la medida que su población residente ha crecido por debajo de la media nacional. Galicia, una de las Comunidades con menor crecimiento de población residente, en torno al 0.1% anual, registró crecimiento del PIB similar a la media nacional.

Un conjunto de hechos que confirman la permanencia de la tendencia expansiva de la economía española en las áreas mediterránea y el Ebro, con la excepción del freno al crecimiento de las regiones receptoras del turismo exterior y la incipiente recuperación del área deprimida de la cornisa cantábrica.

EVOLUCION DEL PIB, POR COMUNIDADES AUTONOMAS. AÑO 1.989

	<u>PIB</u>	<u>AGRICUL- TURA Y PESCA</u>	<u>INDUS- TRIA</u>	<u>CONS- TRUC- CION</u>	<u>SER- VICIOS</u>	<u>Porcenta- je del PIB Na- cional</u>	<u>PIB por habitante (Miles de ptas)</u>
CANTABRIA	6.4	-2.0	4.6	17.1	6.9	1.30	1.123
CASTILLA- LA MANCHA	6.2	3.5	3.7	21.2	5.0	3.38	911
MURCIA	6.0	6.2	6.1	14.6	4.6	2.27	1.016
LA RIOJA	5.9	5.8	5.3	16.3	4.9	0.74	1.308
NAVARRA	5.9	2.1	5.4	15.6	5.5	1.49	1.310
MADRID	5.8	4.6	4.8	15.4	5.4	15.96	1.476
PAIS VASCO	5.7	-4.5	5.7	13.9	5.3	6.02	1.254
CATALUÑA	5.6	1.3	5.3	14.6	5.1	19.35	1.450
ASTURIAS	5.2	0.3	5.4	11.2	4.8	2.72	1.097
ANDALUCIA	5.1	-9.1	8.6	16.2	5.4	12.77	851
ARAGON	5.0	-1.4	5.6	7.1	5.9	3.44	1.303
GALICIA	5.0	-1.2	6.3	8.1	5.0	5.85	940
COMUNIDAD VALENCIANA	4.9	5.2	4.9	12.2	4.0	10.53	1.275
EXTREMADURA	4.5	-1.3	7.2	9.3	4.2	1.83	762
CASTILLA Y LEON	3.8	-11.3	5.5	13.1	4.2	5.83	1.017
BALEARES	3.8	-4.5	3.3	9.3	3.5	2.69	1.826
CANARIAS	2.4	3.4	3.4	2.1	2.1	3.83	1.199
ESPAÑA	5.2	-2.7	5.5	13.0	4.9	100.00	1.174

Fuente: FUNDACION FIES

ECONOMIA INTERNACIONAL

---



## EXAMEN ACTUAL DE LA PERSISTENTE CRISIS ECONOMICA ARGENTINA

Juan Velarde Fuertes

A veces, a los economistas argentinos, cuando recapacitan sobre lo que ha ocurrido en su país, se les escapan expresiones muy vivas de evidente molestia. Así, al observar que desde diciembre de 1979 a diciembre de 1989 el índice del coste de la vida de ese país creció un 263.897.657%, o sea a una tasa acumulativa mensual del 13,1%, el economista y sociólogo de la prestigiosa entidad de Buenos Aires Instituto Torcuato Di Tella, Juan José Llach, lanzaba esta interrogación tremenda: "¿Cómo pudo ser?".

### Una historia que ya es vieja

El problema procede de bastante atrás. Por eso tiene la antigüedad, no de una década, sino de hace sesenta años, o sea ni siquiera desde la llegada del peronismo. Este, sin embargo, acentuó una serie de políticas que estaban ya latentes en el momento en que se produjo la confrontación entre el radical Hipólito Yrigoyen y el general José Félix Uriburu, que derrocó al primero, sucediéndole el 6 de septiembre de 1930. Como una especie de desastre acumulado, desde entonces a hoy todo fue empeorando de manera cada vez más viva. El resultado fue el que se presenta en el cuadro nº 1 que recoge, cuantificado, un aspecto importante de la herencia recibida por Menem.

Por supuesto que los acontecimientos financieros de febrero de 1989 habían creado desequilibrios muy profundos en el cambio del austral y en los precios. Sin embargo, precisamente desde julio de 1989 las cosas parecieron cambiar. Ese mes había subido el IPC un 196% y los precios al por mayor un 209,1%. La rectificación pareció ser muy rápida: "Aunque a causa del arrastre estadístico la variación de los precios al consumidor en agosto fue aún muy alta (38%), la tendencia apuntaba a la baja. Por otro lado, aumentaron las reservas internacionales y las tasas nominales de interés cayeron de manera significativa. El saldo comercial del primer semestre fue ampliamente favorable, al expandirse 14% el valor de las exportaciones y contraerse 15% el de las importaciones".

Parecía terminarse el infierno desencadenado por Alfonsín, quien, no sólo por la derrota del candidato de la UCR, Angeloz, sino por la violenta crisis económica, abandonaba precipitadamente la Presidencia de la República. Los precios de los artículos de consumo crecieron, en los doce meses que terminaban en julio de 1989, un 3.610,2% y los al por mayor, un 5.077,8%. Esta fortí-

CUADRO No 1

	PIB p.m. (índice)	Población (millones)	Saldo en millones \$ Balanza comercial	Saldo en millones \$ Balanza c/c	Deuda externa total	Incremento anual del IPC	Cabezas de ganado en millones el 1 de julio	Petró- leo en m <sup>3</sup>	PIB in- dustrial (índice)	Australes por dólar
1980	100,0	---	---	---	---	---	55,8	28,6	100,0	0,0002
1981	93,0	28,7	-757	-4.712	35.671	131,3	54,2	---	---	0,0005
1982	87,6	29,1	+2.667	-2.354	43.634	209,7	52,7	---	---	0,002
1983	89,9	29,5	+3.469	-2.436	45.069	433,7	53,8	---	---	0,01
1984	91,9	29,9	+3.648	-2.495	46.903	688,0	54,6	---	87,8	0,07
1985	87,7	30,3	+4.753	- 953	49.326	385,4	54,0	26,7	82,0	0,60
1986	92,8	30,7	+1.959	-2.857	51.422	81,9	52,5	25,2	92,5	0,94
1987	94,5	31,1	+ 509	-4.231	54.700	174,8	51,1	24,8	92,0	2,14
1988	91,7	31,5	+3.880	-1.631	57.000	387,7	51,0	26,1	85,7	13,37

sima inflación había distorsionado de tal manera la estructura de los precios relativos que, a lo largo del segundo trimestre de 1989, se produjo un auténtico colapso en las transacciones reales y un fuerte descenso en la actividad económica. Aparecieron situaciones de trueque y la dolarización se hizo presente, como sucede siempre en las hiperinflaciones hispanoamericanas. Como señaló Daniel Naszewski, "la costumbre de traducir a dólares los valores de la producción local es un hecho: la nafta cuesta unos 40 centavos de dólar, los departamentos se cotizan en la divisa norteamericana, los alquileres se piensan igualmente en dólares, etc. Ultimamente, hasta los salarios suelen expresarse en dólares".

Este fenómeno de la dolarización contenía dentro un poderoso explosivo inflacionario. Cuando cae el austral respecto a la moneda norteamericana, toda la población apuesta a subidas inmediatas en los precios, sin esperar a que éstas se manifiesten una vez que se hayan producido las importaciones. Como también señala Naszewski, "hoy se sabe que una devaluación del dólar comercial genera nueva inflación, y se está aprendiendo que incluso la corrida del dólar paralelo termina generando el mismo movimiento inflacionario en virtud de que más y más operadores -ahorristas, productores, comercializadores, proveedores de servicios- ya calculan sus costes y fijan sus precios en función del dólar marginal...".

### Menem intenta rectificar a Perón

La Administración Menem pareció querer atacar, de forma clara, los viejos planteamientos nacidos precisamente con el justicialismo. Curiosamente, el primero de los planes económicos que puso en marcha, nada más ocupar el poder, recibió el nombre popular de Plan BB. Se le llamó así a causa de las iniciales del grupo capitalista multinacional Bunge & Born, que el primer peronismo había incluido en cabeza del catálogo de sus enemigos. Sus dirigentes Jorge y Juan Born fueron secuestrados en 1914 por los montoneros en Buenos Aires -no se olvide que el Movimiento Montonero fue uno de los componentes del más amplio Movimiento Justicialista-, costando su rescate 60 millones de dólares.

Pues bien, ahora el Plan BB quería poner de manifiesto la expresa colaboración con este florón del más duro capitalismo histórico argentino, con amplios contactos multinacionales. La conmoción ideológica ha sido considerable. Las tesis originales justicialistas tienen, desde luego, abiertos designios anticapitalistas. En las décadas de los 70 y los 80 se fueron añadiendo a todo ello utopías gremialistas católicas, mensajes del estructuralismo económico latinoamericano y diversas variantes del marxismo, sobre todo a través de personas influenciadas por el trotskismo. Quizá no sea demasiado inexacta la síntesis que de este planteamiento justicialista utópico efectúa Jorge Abelardo Ramos: "La

experiencia global del peronismo es concluyente: el Estado debe democratizarse a sí mismo por la autogestión y el control de los trabajadores... Sólo así la Sociedad puede controlar al Estado y el Estado regir con equidad el trabajo social. Los peligros de la omnipotencia del Estado en los países socialistas, recuerda la omnipotencia del "mercado" (o sea, de los monopolios) en los países imperialistas... Esta gestión directa de los obreros, científicos, técnicos y empleados implica la democracia directa en todas las áreas, sea la economía, la cultura, los medios de comunicación, la vida social".

Después de todo ésto parece claro que el giro ideológico que Menem ha hecho dar al peronismo es extraordinario, no tanto por arriar viejas banderas como por desplegar una complacencia inequívoca ante su viejo enemigo, el capitalismo. Simultáneamente se desbaratan sus actitudes nacionalistas, que habían llevado al justicialismo, en el terreno internacional, a predicar la llamada tercera posición y a colaborar con intensidad en el campo de los llamados países no alineados, mientras se exhibía un inequívoco talante antinorteamericano.

Guido Di Tella, el economista peronista que fue designado por Menem embajador en Washington, se enfrenta sin dudarle con ambas cuestiones. Cuando el periodista Julio Nudler le pregunta hacia qué modelo se caminaba con lo que Di Tella había denominado la menemtroika, contestó: "Al único que hay. Pregúntele a Gorbachov cuántos modelos cree que hay", y cuando el periodista insiste diciéndole si no le parecía que el modelo de Corea del Sur era diferente del de Italia, replicó con contundencia: "No, son iguales. La única solución para crecer es el sistema capitalista, empresarial, que toma riesgos, schumpeteriano, no hay otro. Debido precisamente a que Argentina está tan mal, tan mal manejada, tan pobrementemente administrada en el sector público y en el privado, existe la posibilidad de que con las reglas simples, transparentes y claras, no trabantes, haya un gran florecimiento económico".

En cuanto a los Estados Unidos, señala que "tenemos que empezar a admitir que estamos en el mundo occidental, en una zona donde EE.UU. tiene un rol hegemónico, sin la menor duda", para reaccionar más adelante frente al viejo mensaje nacionalista antinorteamericano habitual en el peronismo: "No le vemos sentido a la vieja idea de que es mejor una empresa europea porque no es el imperialismo norteamericano. Los negocios son los negocios, y la mejor oferta es la mejor oferta. Esto es todo".

Todo ésto, además, no repugna precisamente al votante justicialista. El propio Guido Di Tella señalará en otras declaraciones: "Durante la campaña electoral, el 75 por ciento de los que dijeron que iban a votar por Menem, dijeron además que estaban a favor de las privatizaciones. Es decir, la base peronista

está cansada de la intervención estatal porque los teléfonos no andan, los hospitales tampoco. Menem interpretó ese sentir popular".

El Plan BB significaba, pues, no sólo iniciar una ofensiva de apertura al exterior muy franca, sino también aceptar el juego ortodoxo del mercado tal como se desarrolla en el sistema capitalista de empresa privada. De paso, efectúa dos planteamientos específicos. El primero, crear una base adecuada de concertación social: "El Presidente ha hecho reconciliaciones básicas: de los sectores del trabajo y la gran empresa, con el agro; la recomposición de las relaciones con Inglaterra y los EE.UU., incluso un intento de reconciliación con las instituciones militares... Estamos haciendo lo mismo que hicieron 20 ó 30 países después de la última guerra mundial y a todos los ha ido bien". Claro que esto tiene que tener alguna intencionalidad, y al enunciarla comienza a surgir la sombra sindical que puede alterar más de uno de estos planteamientos. El propio Di Tella ha de reconocer que "la peculiaridad peronista está en el modelo distributivo y de solidaridad social".

El intento de modificar un tanto esto resulta visible al contemplarlo a través del actual Secretario de Planificación, Moisés Ikonicoff, quien señalaba a Julio Nudler que "el proyecto de Menem (nuestro proyecto) está fundado en la alianza de los sectores productivos, no en el conflicto, para la construcción de una economía de mercado y un capitalismo de riesgo. Pero la alianza no la hacemos en abstracto. La hacemos con Bunge & Born, no porque sea perfecto, sino porque es la más distante del capitalismo asistido, con todas las características de una multinacional en los mercados en que actúa -incluyendo historias como las de Venezuela-. La alianza es entre los sindicatos y los empresarios de riesgo, con el menenismo como eje o bisagra. Y a esa alianza se incorporan otros partidos políticos, como el de Alsogaray y el de Angeloz. Y también van a estar las Fuerzas Armadas... Tenemos que reconstruir el Estado, y pasar del Estado benefactor al Estado conductor. Esto significa amputar del Estado todo aquello que él hace mal, todas sus actividades económicas que hoy -mañana no sé- no está en condiciones de hacer... El Estado lo único que puede hacer es crear las condiciones. Y volvemos a la teoría de Schumpeter: si no hay un empresario innovador, nadie podrá tomar su lugar... Los capitalistas asistidos, o se convierten en capitalistas de riesgo, o desaparecen... Acá el capitalismo asistido se acabó (porque, detrás de él)...no queda nada. Queda un campo de ruinas... No hay ninguna garantía de que además de destrucción haya creación".

### La existencia de lo viejo

Ikonicoff es consciente de que esa propuesta de concertación neocorporativa es de muy difícil articulación: "Todo el mun-

do reclama un capitalismo de riesgo... Todo el mundo aplaude. Pero el que crea que estos tipos aclaman y... van a ceder porque están con la abstracción del capitalismo,... está loco. Si alguien creyó... que los actores (sociales) iban a deponer, en aras de una mística nacional, la lucha obstinada por sus intereses personales, ese alguien no tenía la menor idea de la realidad. Los intereses sectoriales van a luchar con las armas en la mano".

Los fallos fueron rígidos. En primer lugar, los sindicatos. La CGT era alabada, con claras reticencias, por Ikonicoff: "Yo rindo homenaje a la prudencia, a la abnegación de los sindicatos, que son los que mejor se comportaron. Pero en las paritarias están peleando su participación en los precios relativos". Menem intentó socavar la fuerza de la CGT alzando, frente a la figura de Saul Ubaldini, su líder, la de Andreoni. Logró, sólo, una división gremial, y que las dos CGT entrasen en una pugna de popularidad, aparte de radicalizar a Ubaldini. Ultimamente la acritud ha crecido entre Carlos Menem y Saul Ubaldini. Las frases cruzadas -"Que los críticos se pongan en la vereda de enfrente", ha dicho el Presidente, a lo que Ubaldini ha replicado: "Nosotros no vamos por la vereda, sino por la avenida de la gran Patria"- indican que buena parte del núcleo más duro de la CGT no está dispuesto a ceder en su situación de dominio del mercado del trabajo. La CGT ubaldinista se opone con mucha dureza a la política reprivatizadora, y acentúa las divisiones en el mismo seno del Partido Justicialista.

Por supuesto que las recientes manifestaciones de la CGT en el caso del disuelto Banco Hipotecario Nacional fueron una señal de alarma ante la posibilidad de llevar adelante una seria política reprivatizadora. Resultan, en este sentido, muy reveladoras unas declaraciones de Carlos Grosso alrededor de un hecho: "en el debate sobre privatizaciones en Diputados nadie defendió al gobierno". Efectivamente, el 28 de febrero de 1990 "una belicosa barra entraba prácticamente por la fuerza al recinto de la Cámara de Diputados, derrochando epítetos de respetable grosor contra la política de privatizaciones del Gobierno. Radicales, justicialistas rebeldes y la izquierda, intentaron votar una declaración pidiendo se suspendiera por varios meses el proceso de reestructuración ferroviaria... El oficialismo tomó preocupado nota de un hecho: ya no eran sólo los diez legisladores rebeldes (llamados los zurditos por sus cofrades peronistas) quienes se animaban a criticar abiertamente la política económica; ahora se les habían sumado muchos ortodoxos de origen gremial. "Es que si no, las bases les van a pasar por encima", intentó justificarlos un apenado menemista".

De ahí que, en las referidas declaraciones, el peronista Grosso puntualizase que todas "las encuestas, desde las liberales de Mora y Araujo hasta las peronistas de Julio Aurelio, demuestran que el 80 por 100 de la gente opina que este Estado no da para más. Lo que pasa es que nadie quiere que privaticen la empresa donde trabaja, pero los de Segba votarían por la privatiza-

ción de ENTEL, los ENTEL por la de Ferrocarriles y éstos por la de Segba".

Todo el plan se viene al suelo. Los esfuerzos reprivatizadores y desreguladores del buen administrativista Dromi, ministro responsable de la cuestión, se convierten en un puro arar en el mar. Los grandes acuerdos políticos para, con el Congreso o sin el Congreso, sacar las cosas adelante se esfuman por momentos. El Economista del 23 de marzo de 1990 lo indicaba en un trabajo en la portada, donde se exponía cómo todo el entramado se había venido al suelo, bajo el título de Sin pacto.

Saul Ubaldini, mientras tanto, a través de Fernando García Della Costa ha expuesto, en la revista peronista de derecho Debate, todo un plan "nacional y popular" acorde con el nacionalismo peronista original. Según La Nación, en esa alternativa económica cegetista "también colaboraron el economista Eric Calcagno y el ex funcionario de Defensa Carlos Vattuone, un asesor de Ubaldini que mantendría añejas vinculaciones" con los militares, en estado de semisedición, Aldo Rico -cuya proyección política la desarrolla el Movimiento de Recuperación Nacional, Morena- y el héroe de Malvinas, Mohamed Alí Seineldin, que tiene apoyo sindical creciente, incluso en ramas menemistas: trabajadores municipales, cuero, portuarios, funcionarios de Educación. Agrega La Nación que Calcagno y Vattuone "trabajaron últimamente en estrecha relación con Luis Carbonetto, autor del plan económico que puso en marcha el presidente peruano Alan García durante sus primeros años de gestión... Muchos afirman que Carbonetto tiene elaborado el plan económico más serio de alternativa al del Gobierno, con acento en la producción interna y en los controles de todas las variables. El opuesto exacto a la política liberal impulsada por el Gobierno. Ese mismo documento está desde hace tres meses en manos de Seineldin. Algunos afirman que también está en el despacho de Ubaldini".

Al no poderse alterar la estructura económica básica argentina, los problemas no sólo permanecen, sino que se agravan. El Estado, debilísimo, no pone orden fiscal alguno. La dolarización, secuela de la inflación y causa de ella también, progresa. Surge así un movimiento de opinión en favor de la supresión de la moneda local, al modo de lo que sucedió con los balboas en Panamá. Sin embargo, como dice Ricardo Delgado, "parece improbable que el Estado se resigne a perder el impuesto inflacionario y la potestad de ser el único emisor del dinero que, en definitiva, le da el manejo -por cierto, cada día más acotado- de la política monetaria".

Para complicar las cosas, surgió el Plan Bónex. Para atajar la presión hiperinflacionista, se transformó coactivamente una deuda a corto plazo en australes -los depósitos de los bancos- por una a largo plazo en dólares, los Bónex. De momento, se atajó

el progreso hiperinflacionario que parecía imparable el pasado mes de enero. El cuadro nº 2 muestra la evolución del IPC y de los precios mayoristas argentinos desde febrero de 1989, momento en que se le fué de las manos la situación a la administración radical.

CUADRO Nº 2

<u>Fechas</u>	<u>Incremento en % mensual del IPC</u>	<u>Incremento en % mensual de los precios mayoristas</u>
Febrero 1989	9,6	8,3
Marzo 1989	17,0	18,9
Abril 1989	33,4	58,0
Mayo 1989	78,5	104,5
Junio 1989	114,5	132,3
Julio 1989	196,6	208,2
Agoisto 1989	37,9	8,5
Septiembre 1989	9,4	2,5
Octubre 1989	5,6	1,5
Noviembre 1989	6,5	1,8
Diciembre 1989	40,1	48,6
Enero 1990	79,2	61,6
Febrero 1990	61,6	87,0

El parcial frenazo de febrero de este año -naturalmente, no se conocen aún las cifras de marzo- se pudo llevar adelante a cambio de generar tal clima de desconfianza "que el Estado ya no puede colocar instrumentos de deuda de ningún tipo, incluidos los australes, que no son más que instrumentos de deuda gratuita". Como nadie quiere australes, se comprende lo que acaba de exponer Enrique Szewach, economista jefe de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), en el sentido de que se ha producido la mayor caída en la demanda de dinero nacional de la historia económica argentina.

Es evidente que el país "ahorra en dólares. Según algunas estimaciones, sólo el 17% del total de moneda que tienen los argentinos está en australes, mientras que de esa tenencia el 14% tiene como contrapartida papeles del Gobierno. Estos datos revelan que la diferencia -un peligrosísimo 83%- está en dólares. No es nuevo. Los cambios en la composición de la cartera de los agentes económicos en economías que vivieron constantemente en regímenes de alta inflación, y que soportaron una hiper, tienden a concentrar la mayor parte de las tenencias en monedas duras que estén cubiertas del impuesto inflacionario".

De ahí que se contemplase en Buenos Aires la patética "cuasi-imposibilidad" de frenar el alza del dólar, con sus consecuencias desestabilizadoras, por parte del Banco Central de la Repú-

blica Argentina a lo largo de los últimos meses de 1989 y los del comienzo de 1990. Como escribía Ricardo Delgado, "primero licitó letras dolarizadas, luego intentó operar su propia masa de dinero, y por último, se dieron señales de firmeza en el discurso de Economía. Nada de eso dió resultado". La situación duró hasta el 28 de febrero, en que el austral se cotizó a unos 6.000 por dólar. A partir de ahí se produjo un descenso tan rápido que, como se señala en La Nación, resultó sorprendente que la caída del dólar "sólo pudo detenerse a través de una creciente intervención del Banco Central... que compró una importante cantidad de dólares". El motivo se encontró en la fuerte contracción monetaria impulsada por el entonces presidente del Banco Central, Enrique Folcini, y apoyada en "el incumplimiento en el pago de las obligaciones del Estado, como por ejemplo el diferimiento de la deuda con sus proveedores y un considerable retraso en los salarios del sector público". Todo ésto eliminó de tal manera los australes de la plaza de Buenos Aires que hay que entender la compra de dólares no sólo como una medida para estabilizar el mercado de cambios, sino como un procedimiento para inyectar australes y no provocar una crisis seria del sistema financiero. Todo ésto crea unas expectativas inerciales inflacionistas muy difíciles de evitar. Como señalaba Ricardo Sarmiento en un comentario, "el dólar sube por la falta de confianza; los precios suben ajustándose al valor del dólar; la inflación aumenta, y todo este vértigo termina justificando el valor de un dólar que... no tiene razones técnicas fundadas para estar situado en el actual nivel".

### El fin de una ilusión

El sistema monetario argentino, por tanto, se encuentra, una vez más, en trance de liquidar su base monetaria. Esta inflación engulle, pues, tanto la vida argentina toda como los planes económicos aparentemente mejor montados. Parece ya una historia muy vieja el ya mencionado Plan BB, que fracasó en medio de una gigantesca especulación sobre el dólar que provocó una caída no menos gigantesca del austral, como prueban los saltos de 1989 a 1990: 28,20 australes por un dólar en febrero, 290 en mayo, 648 en agosto, 1,020 en noviembre, y en febrero de 1990, 6.000.

Los niveles de corrupción pasaron a crecer con enorme rapidez. El 17 de febrero de 1990, el Ministro argentino de Interior, Mesa Figueroa, declaraba en un programa de radio que hay corrupción, "no sólo dentro del Gobierno, sino en todo el país". El desánimo surgió mientras, a causa del caos provocado en los precios relativos por la hiperinflación y por las consecuencias de la lucha desesperada contra ésta, se paralizaba el esfuerzo productivo, y con la baja de la producción industrial crecía con ímpetu el paro. El pánico reinó. Enrique Zuleta Puceiro acertaba al titular su artículo semanal de El Economista así: El fin de una ilusión. Comenzaba como sigue: "La curva alucinante del dólar paralelo reveló una vez más su condición de indicador principal

en el complejo tablero de controles con que los argentinos miden tanto la temperatura y la gravedad de la crisis como su propia actitud ante la misma". No da la impresión de que vayan a ayudar las fuerzas sociales argentinas, porque, como continúa Zuleta Lucero, "¿puede acaso pensarse en que sindicatos enfrentados negocien con el mosaico fragmentado de sectores empresariales más interesados en defender sus posiciones respectivas que en asumir su condición de piezas fungibles en un diseño mayor de país?. ¿Qué pueden de hecho aportar los partidos, tanto desde el dividido bloque oficialista como desde el no menos conflictuado y desprestigiado bloque opositor?".

Tras la caída como ministro de Economía de Rapanelli -su antecesor, Miguel Roig, falleció de un infarto a los pocos días de tomar posesión- la responsabilidad ha pasado a un democristiano, Antonio Erman González, que da a luz plan tras plan con celeridad paralela al agobio colectivo y creciente que se experimenta. En este momento se está en el "Plan Erman III, pero el IV puede llegar en cualquier momento. La desconfianza se generaliza. En el exterior existen más de 40.000 millones de dólares exportados por argentinos. En las instancias internacionales no se cree posible que Argentina salga con alguna soltura de la actual crisis. Shafiqi Islam, del FMI, indicó que "Menem, por querer aniquilar la hiperinflación con un tratamiento gradual, ha perdido, quizá para siempre, uno de los dos pilares de la estabilización, la credibilidad... La hiperinflación es como un tigre, si no se le mata la primera noche volverá más tarde por su presa"... Menem ahora no es más que otro Alfonsín, dijo.

En el fondo, como colofón, creo que estoy totalmente de acuerdo con las amargas palabras de Stanley Fisher, el vicepresidente y economista-jefe del Banco Mundial, en sus declaraciones a Ana Barón, al señalar, tras elogiar con amplitud la política económica de Chile: "No habrá solución en la Argentina si los argentinos no pagan impuestos. La clave es el déficit fiscal. El problema de la deuda externa no justifica la implementación de políticas económicas erróneas... El Plan Austral fracasó porque no adoptaron buenas políticas fiscales... Si uno mira los datos sobre Argentina, observa que el Gobierno recauda sólo el 4 por 100 del producto bruto en impuestos. Esto es una locura. Un país no puede funcionar así. Todos están esperando que algunos argentinos sean juzgados y detenidos en una prisión por no pagar impuestos... Si los países latinoamericanos no están recibiendo inversiones es porque no están haciendo lo mejor que pueden en el control de la economía. Las situaciones adversas no justifican las malas políticas... Todo el mundo quiere que a la Argentina le vaya bien. Pero también hay que ser realista. (Para ella vale lo que sigue). Recientemente estuve en Polonia. Uno de los ministros me dijo que había tenido muchos milagros. Primero tuvieron un Papa polaco; luego vino la creación de Solidaridad; tercero, Gorbachov logró imponerse en la Unión Soviética; cuarto, obtuvieron una gran ayuda externa, y quinto,... a lo mejor un día de éstos los polacos deciden que es necesario trabajar más. Nunca hay que

perder las esperanzas".

Vos querés ahora quemar al país

Esta posibilidad de admitir los sacrificios en aras del futuro no parecen facilitarla los tres grandes obstáculos que se han incubado desde 1930 y, sobre todo, desde 1946, con Perón: los del nacionalismo, estatismo y sindicalismo, que, demagógicamente, son capaces de ahogar cualquier reflexión. Rapanelli, el 7 de diciembre de 1989, como ministro de Economía, reclamó la implantación de medidas durísimas. "Cuando se supo que el aumento de salarios que se proponía para compensar el impacto era de sólo 12.000 australes -al cambio actual, que no es muy significativo, unas 350 pesetas-, la discusión (del Gabinete) entró en un tono durísimo... José Luis Manzano argumentó sobre el impacto social de un paquete como el que se consideraba y recordó que en su juventud había salido "a quemar colectivos" -autobuses- en defensa de supuestas causas populares (y por motivos más nimios que los actuales). Rapanelli, con voz seca, le retrucó: "Claro, y ahora querés quemar al país"... ". Rapanelli cesó casi instantáneamente; Manzano sigue teniendo responsabilidades de mucha importancia; mientras tanto, el cuerpo social de Argetina es cada vez más inflamable.



La paradoja de la economía argentina

PAIS RICO, PAIS POBRE

Carlos Rodríguez Braun

La evidente pobreza de la República Argentina constituye una paradoja económica de primera magnitud. Un país rico resulta ser un país pobre.

La paradoja tiene una doble cara. Lo que suele chocar a los observadores es que una nación con tantos recursos no sea capaz de transformarlos en riqueza y bienestar. Pero hay otro aspecto: la Argentina no ha sido siempre pobre. Este segundo aspecto es el crucial. Para un economista, en cambio, el primero no representa dificultad alguna.

Cuando hace más de dos siglos Adam Smith se preguntó - por la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones -y - escribió un libro con ese título, que es la pregunta económica - por excelencia- tenía muy claro que los recursos no son necesarios ni suficientes para el crecimiento.

Mucho más importantes son, en cambio, la extensión del mercado y un marco institucional de paz, orden, justicia y respeto por los derechos de propiedad. Así, se comprende que los cuantiosos recursos naturales y humanos de que gozan los argentinos - valgan para poco en un contexto de inflación, mercados restringidos, violencia, desorden, y mal funcionamiento jurídico e institucional, como el que ha caracterizado a la historia de la Argentina en décadas recientes.

Veamos el otro punto: la Argentina es pobre hoy, pero - no lo ha sido siempre. Esto es una verdad indiscutible, refrendada por el hecho de que durante al menos cincuenta años, entre 1880 y 1930, el país atrajo a vastos capitales extranjeros, en especial el capital más valioso: el humano, como bien recuerdan los europeos, y en especial los españoles.

Esos masivos movimientos de dinero y personas no eran - casuales. La Argentina era el país de las oportunidades, para capitalistas y trabajadores -la prosperidad, por cierto, no fué patrimonio de unos pocos: en esos años el salario de cualquier trabajador no especializado podía triplicar al vigente en España.

La Argentina era, fuera de toda duda, un país de los - más ricos del mundo, entendiendo la riqueza como lo hacen los economistas modernos, a saber, riqueza por persona.

¿Qué ocurrió?. En los primeros treinta años de este siglo, el PIB per capita de la Argentina creció en torno al 2 por - ciento anual en promedio, es decir, bastante por encima de Brasil,

Canadá, Australia e incluso de los Estados Unidos. Desde entonces, la situación ha sido la inversa: Argentina creció muy poco y se ampliaron agudamente las diferencias que la separan de otros países de estructura similar.

La crisis de 1930 golpeó duro a la economía Argentina, pero mucho más duro a la doctrina económica, y el país optó por subirse a la ola de planificación, intervencionismo, proteccionismo y "desarrollo hacia adentro" que recorrió iberoamérica.

El aumento del tamaño del Estado y los límites al funcionamiento del mercado fueron doctrina establecida en la Argentina del último medio siglo, y defendida por virtualmente todos los gobiernos -que fueron muchos-, militares o civiles, democráticos o dictatoriales.

El progreso económico, que lo hubo, se vió así fuertemente distorsionado por una industria protegida y restringida - al insuficiente mercado interno, un sector agrícola castigado - mediante impuestos a la exportación y tipos de cambio perjudiciales, unos sindicatos poderosos y una legislación laboral muy proteccionista que minaron la flexibilidad del mercado de trabajo, y un Estado cuya ineficacia aumentaba en proporción directa con su volumen.

Casi podría decirse que la economía argentina creció más a pesar de los gobiernos que gracias a ellos.

Pero la incorrecta asignación de recursos tarde o temprano tenía que dar sus frutos de freno a la productividad y al crecimiento. Entonces el Estado se vió atrapado por el déficit y comenzó la inflación.

Y la inflación, de consecuencia de la financiación de los déficit públicos, se volvió (debido, entre otros motivos, - a los cuantiosos recursos que la población debe asignar simplemente a escapar de ella) causa del empobrecimiento generalizado de la Argentina, patente a partir de la década pasada, y deflagró un círculo vicioso de más pobreza y más inflación que los sucesivos gobiernos fueron incapaces de romper.

La Argentina, que padece un incremento anual de precios de tres dígitos desde hace veinte años, es el mejor ejemplo de los efectos deletéreos de la inflación sobre el crecimiento, efectos que se concretan en graves distorsiones en el funcionamiento de los mercados, las decisiones de inversión, la asignación de recursos y las finanzas públicas.

Tras el fracaso de múltiples planes de ajuste, que sólo lo detenían la inflación unos meses, la idea de que hay que reestructurar al Estado se va imponiendo de forma implacable y casi podría decirse que permea hoy a todas las formaciones políticas argentinas.

El problema es que media una enorme diferencia entre sanear al Estado en un país cualquiera y hacerlo en la Argentina.

Esa diferencia estriba en que el país tiene dos décadas de inflación, con ocasionales brotes hiperinflacionarios. En tales condiciones, el país se ha vuelto una gigantista Facultad de Ciencias Económicas.

Los agentes han dolarizado crecientemente a la economía y no tienen confianza alguna en el gobierno. Los contratos - en la Argentina, en general o están denominados en dólares o duran un segundo tiempo estimado en el cual la moneda local no - pierde significativamente valor. En esas condiciones de monetización reducidísima es extremadamente difícil hacer política económica. Por eso el último peligro de la economía argentina, la última paradoja, es que la reforma del Estado no sirva para frenar la inflación, es decir, que las autoridades no puedan generar el superávit a corto que necesitan para estabilizar el tipo de cambio - en una economía dolarizada, el fracaso en dicho objetivo - bloquea seriamente el control de la inflación. Los más pesimistas insisten en que no hay solución si el público no vende sus - dólares, o sea, si no aumenta la demanda de australes, y ésta no subirá sin duras medidas de choque que quiebren las expectativas inflacionarias de los argentinos.

¿Qué estrategia ha seguido la política económica del - gobierno de Menem? En primer lugar, un ambicioso plan de reforma del Estado, que comporta un fuerte recorte del gasto y la privatización de varias empresas públicas. Y en segundo lugar, una - "solución" al problema de la deuda interna a cortísimo plazo y - astronómico interés (la externa no se paga desde hace un año) mediante su transformación forzosa en títulos a largo plazo denominados en dólares.

Las dos medidas son de enorme importancia, acaso inevitables, pero tienen costes y limitaciones. El gasto público ha - ido bajando marcadamente en la Argentina, con el consiguiente impacto sobre los servicios públicos y la remuneración de los funcionarios. Es difícil que pueda bajar mucho más sin despidos masivos, algo difícilmente asumible por gobierno alguno, y quizás menos por uno peronista, que ya está sufriendo los embates críticos de su propio partido. Y la conversión obligatoria de la deuda interna - que drena la plaza de australes y obliga al público a vender dólares (esquema análogo al aplicado en Brasil después) es una suerte de expropiación que ha asestado un mandable a la - credibilidad, que es precisamente lo que el gobierno requiere - para recomponer la alicaída demanda de australes.

Aparte de la ayuda externa que pueda recibir Menem y - el efecto que la reforma del Estado (sin despidos) pueda ejercer sobre las vertiginosas expectativas de los argentinos, en los - próximos meses el esquema deberá probar su coherencia con el tratamiento del problema fiscal, que ya no es tanto de gastos cuanto de ingresos - la disciplina tributaria de los argentinos es en verdad idómita. Una cara del problema fiscal son las medidas proyectadas para la repatriación de los cuantiosos capitales argentinos fugados al exterior.

No es fácil saber si con ello se podría estabilizar el tipo de cambio, pero sí está claro que sin ello la economía argentina proseguirá en la senda de la pobreza y el atraso. Más aún, si el gobierno de Menem restaura la fiscalidad, controla el gasto, privatiza con prudencia y acierto y abre la economía, habrá hecho sustancialmente más que buena parte de (acaso todos) sus predecesores del último medio siglo.

No hay país rico con inflación. Pero sin inflación, no hay razón alguna para que la Argentina no vuelva a ser un país rico. Y España, que tiene grandes ventajas comparativas, al menos en lo político y afectivo, puede estar en una posición inmejorable para compartir una nueva "onda larga" de la prosperidad argentina.

RELACIONES ECONOMICAS HISPANO ARGENTINAS

En junio de 1988 se firmaron por los Presidentes argentino y español un tratado general de cooperación y amistad, en el que se incluía separadamente un acuerdo económico entre los dos países de largo alcance. No es la primera vez que ambos países firman acuerdos de cooperación. En 1972 se instrumentó un crédito de gobierno a gobierno, entonces a través del Banco de España, para financiar un importante programa de construcción y exportación de barcos españoles para ELMA. Asimismo, en 1979 se otorgó una línea de crédito de 100 m.\$ también para financiar un nuevo programa naval. En 1983 cuando se reinstauró en Argentina un gobierno democrático, España fue prácticamente el único país miembro del Club de París que otorgó una nueva línea de crédito a la exportación por 105 m.\$. En 1987, un canje de Notas otorgaba financiación a la exportación española a Argentina por importe de 130 m.\$, de los que 50 correspondían al FAD.

El acuerdo actual programado para 5 años es bastante más ambicioso, ya que se cifra en torno a 3.000 m.\$. Este acuerdo firmado con el anterior gobierno Alfonsín ha sido confirmado por el actual gobierno Menem. De la cifra global se especifica que 1.000 m.\$ se refieren a apoyo financiero a la exportación española, de los que un 50% consistirá en créditos concesionarios de ayuda y el resto en crédito a la exportación con apoyo oficial, pudiéndose mezclar ambos tipos de créditos. Por otra parte, se prevé una suma de 100 m.\$ a aportar por Argentina para fomentar sus exportaciones a España, y unos 2.000 m.\$ como inversiones del sector privado en Argentina que serán promovidas y movilizadas por ambos gobiernos. Para el acuerdo económico existe una comisión ejecutiva que ya se ha reunido en Buenos Aires y un Comité económico financiero que también ha establecido ya sus primeros contactos. Por ahora se ha establecido el marco de los primeros 500 m.\$ del total de 1.000 m.\$ a través de tres líneas de crédito, respectivamente, de 100 m.\$ (pequeñas operaciones sector privado); 200 m.\$ (operaciones medianas y pequeñas sector privado), y 200 m.\$ (proyectos sector público).

COMERCIO HISPANO ARGENTINO.

(Millones US \$)

	<u>Importaciones españolas</u>	<u>Exportaciones españolas</u>
1984	299	105
1985	280	102
1986	164	150
1987	153	145
1988	268	133
1989	349	109

RIESGOS TOTALES ASUMIDOS POR ESPAÑA CON ARGENTINA

(Millones PTA)

	<u>1988</u>	<u>1989</u>
CESCE .....	64.502	74.135
FAD .....	4.542	4.833
Bancos (deuda no asegurada) ....	60.960	47.909
	<hr/>	<hr/>
T o t a l....	130.004	126.877
	<hr/>	<hr/>

BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE DE ARGENTINA

(Millones US \$)

	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989(e)</u>	<u>1990(p)</u>
Exportaciones	8.100	8.396	6.852	6.360	9.134	9.500	11.000
Importaciones	-4.118	-3.519	-4.406	-5.392	-4.900	-4.200	-4.800
Balanza Comercial	3.982	4.877	2.446	968	4.234	5.300	6.200
Balanza Cta.Cte.	-2.495	-952	-2.859	-4.239	-1.609	-900	-500

**Sobre las drásticas medidas antiinflacionistas de  
Brasil y de Argentina**  
(*"The Economist"*)

Los economistas ortodoxos creen que los gobiernos pueden eliminar una inflación galopante equilibrando el presupuesto y reduciendo drásticamente la oferta monetaria. Lo malo es que en países con una elevada inflación crónica apenas nadie conserva papel moneda, y todo el mundo pone todos sus recursos líquidos en bonos indiciados o en cuentas de ahorro rentables. Por lo tanto, la única manera de contraer la oferta monetaria es reducir el ahorro de la gente. Un intento de hacer esto es lo que se descubre detrás de los últimos programas antiinflacionistas de Brasil y de Argentina.

Los anteriores planes antiinflacionistas de estos dos países se basaban en la creencia de que la elevada inflación se autoalimenta (*"is caused by its own momentum"*). Si los trabajadores estiman que lo más probable es que la inflación se va a acelerar, pedirán aumentos salariales lo suficientemente altos como para compensar los incrementos de precios esperados. Las empresas, en tal caso, elevarán los precios para pagar los aumentos de las retribuciones, con lo que se produce la espiral.

La primera hornada de los recientes programas antiinflacionistas de Argentina y Brasil, aprobados en Junio de 1985 y en Febrero de 1986, intentó eliminar las expectativas inflacionistas con una congelación de los precios, manteniendo el tipo de cambio pegado al dólar y regulando los salarios. Se pensaba que la inflación podía ser contenida por decreto, es decir, sin que se produjera una reducción de la producción o una disminución del nivel de vida.

Esto era la teoría. Ahora bien, la inflación también estaba originada por una excesiva capacidad de compra. Los programas antiinflacionistas fracasaron porque apenas actuaron sobre el gasto público. Los déficits presupuestarios de Argentina y

de Brasil siguieron siendo del 7 y del 5'5 por ciento del PNB, respectivamente, en 1987. A principios de 1986 los controles de precios en Argentina empezaron a ceder, y en Octubre del mismo año ocurrió lo mismo en Brasil. La inflación creció poco después.

La lección parecía clara. Cualquier intento de reducir la inflación de una forma permanente iba a exigir una pronunciada reducción del gasto público y un rígido control de la oferta monetaria. En Enero de 1989 el gobierno de Brasil pareció entenderlo así. Su nuevo programa, conocido con el nombre de plan Summer, propuso un recorte drástico de los gastos del gobierno, así como una congelación de los precios y de los salarios, además de la creación de una nueva moneda. En 1989, lo gastado en subvenciones a la agricultura y a la industria se redujo, valorado en dólares, en un 56% en relación con 1988. A pesar de ello, la Administración fué incapaz de despedir a muchos funcionarios, ante las objeciones del Congreso. En 1989, el importe de la nómina salarial del gobierno se elevó en un 20%, valorado en dólares, en comparación con el año anterior.

El principal error fué el intento de reducir la liquidez de la economía a través de elevados tipos de interés reales. A medida que subieron los tipos aumentó también el coste del servicio de la deuda del Estado, y el gobierno tuvo que pagar 20 m.m. de dólares en el pago de intereses, lo que supuso el doble de lo de 1988.

Los poseedores de títulos de deuda del Estado eran en su mayoría inversores privados brasileños, entre los que figuraban, indirectamente, aquellos que tenían cuentas de ahorro en los bancos. Al crecer la deuda del gobierno el público tuvo más dinero, y gastó más. Dado que sus ahorros eran completamente líquidos (es decir, que podían ser retirados inmediatamente de los bancos), estos equivalían a dinero metálico. Así fué cómo los elevados tipos de interés incrementaron la oferta monetaria efectiva. En Abril de 1989 los controles de precios empezaron a derrumbarse y la inflación mensual subió del 5% de Marzo de 1989 al 73% en Febrero último.

El gobierno de Argentina fracasó en su lucha contra la inflación en buena parte por el mismo motivo. El público tenía casi todas sus disponibilidades de moneda local en depósitos a siete días, que rendían un interés real mensual de alrededor del 10 por ciento. El gobierno pidió recursos a los bancos equivalentes a las cuatro quintas partes de esos depósitos, para financiar su déficit. Como en Brasil, los elevados tipos hicieron más ricos a los argentinos, se incrementó el déficit y se propagó la inflación.

En Enero, el gobierno del presidente Menem, unilateralmente, convirtió los depósitos a siete días de más de 1 millón de australes (560 dólares) en bonos en dólares a 10 años, con unos tipos de interés internacionales. De golpe el gobierno drenó alrededor del 70% de la moneda local. Ahora bien, tales depósitos constituían sólo una pequeña parte de los activos de los argentinos, dado que la mayoría de la gente conserva en dólares sus recursos. El gobierno empezó a imprimir más billetes poco después de la congelación del ahorro, y la inflación ha reanudado su curso de nuevo.

Collor de Mello, el nuevo presidente de Brasil, se propone eliminar el exceso de ahorro (o de disponibilidades monetarias) de dos maneras. El 16 de Marzo congeló los ahorros de más de 50.000 cruzados nuevos (1.000 dólares, al tipo de cambio actual) y las cuatro quintas partes de los fondos (o 25.000 cruzados nuevos, la más alta de las dos) en cuentas de un día ("overnight") por 18 meses. Esto equivalió a retirar 115 m.m. de dólares del sistema, esto es, alrededor de un tercio del PNB de Brasil. En segundo lugar, Collor propuso transformar el déficit presupuestario del 7% del PNB de 1989 en un superávit del 2% del PNB. A este fin el presidente anunció grandes incrementos de los impuestos e importantes reducciones del gasto del sector público. Al mismo tiempo piensa eliminar las subvenciones estatales subsistentes, desprenderse de diferentes activos del Estado y despedir a 80.000 empleados públicos (una proporción pequeña de la nómina de la Administración).

El gobierno subastará cruzeiros (la nueva moneda que

---

substituye al cruzado) por los ahorros de las cuentas congeladas. El tipo de conversión vendrá determinado por la demanda de la nueva moneda y por el volumen de cruzeiros que el gobierno quiera suministrar. Esta será la prueba del fuego para el gobierno. Si vende demasiado pocos cruzeiros correrá el riesgo de destruir la economía puesto que no habrá suficiente dinero para pagar las cosas. Pero si vende cruzeiros en cantidades excesivas la tasa de inflación permanecerá elevada.

El plan brasileño combina una contracción monetaria y fiscal de tal magnitud que, si se mantiene, eliminará de raíz toda inflación. El inconveniente -aquí y en el caso de Argentina- es que, al haber congelado el ahorro del público, ambos gobiernos encontrarán difícil (o caro) pedir prestado en el futuro. Dada la historia del endeudamiento de los gobiernos de Brasil y de Argentina, puede que esto no sea malo.

---

SISTEMA FINANCIERO

---



DIEZ MESES DE LIMITACION AL CREDITO: LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA  
DE DESINTERMEDIACION FINANCIERA  
¿Cabe seguir esperando de la medida un fuerte carácter  
restrictivo sobre la economía?

---

Analistas Financieros Internacionales, S.A.  
(Grupo Ahorro Corporación)  
Abril 1990

Transcurridos ya prácticamente 10 meses de la implantación de límites cuantitativos sobre el crédito interno otorgado por el sistema crediticio a las empresas no financieras y familias parece confirmarse claramente ya la existencia de un amplio proceso de desintermediación financiera que está alterando los canales de financiación del sector privado con el fin de evitar los límites al crédito. Además, otro proceso, ligado a razones de índole puramente fiscal viene a añadirse en los últimos meses: la emisión de pagarés forales opacos fiscalmente. Esta situación hace de muy difícil interpretación los agregados monetarios tradicionales, en un momento en que su ayuda para valorar el grado de desaceleración mostrada por el gasto nominal hubiera sido de gran utilidad.

En esta nota trataremos primero de delimitar históricamente la implantación de límites al crédito, valorando sus repercusiones para la instrumentación de la política monetaria. Después estimaremos cuantitativamente el impacto de estos procesos sobre la liquidez del público y obtendremos algunas conclusiones sobre las consecuencias de este análisis.

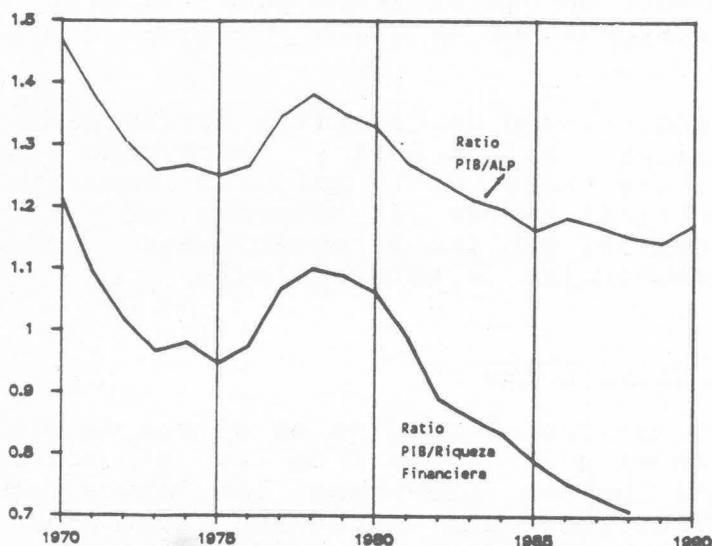
### Límites al crédito y desintermediación

La implantación de los límites al crédito en el mes de julio tenía lugar en un momento en el que, a pesar de las elevaciones de tipos de interés que habían provocado las autoridades monetarias, se estaba produciendo una expansión monetaria y crediticia verdaderamente espectacular. El crédito interno al sector privado creció un 22% en el primer semestre en tasa media anualizada, mientras ALP lo hacía al 13,7% (deben tenerse en cuenta al interpretar la tasa del crédito, las restricciones existentes al endeudamiento exterior). Estaba claro que la expansión financiera (el crédito fácil) estaba alimentando un crecimiento nominal en la economía de tal intensidad que hacía peligrar la estabilidad de los precios (lo que en un contexto de estabilidad cambiaria haría peligrar la competitividad de los bienes y servicios españoles) y que podría terminar por provocar una excesiva ampliación del déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos por la vía del deterioro del ahorro neto del

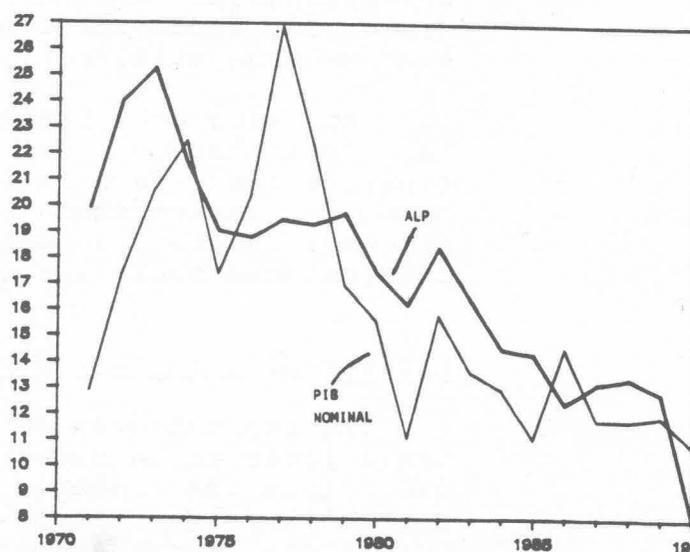
sector de empresas no financieras y familias.

Sin embargo, era evidente también que a tal expansión no podría responderse ya con los instrumentos monetarios con que las autoridades habían tratado de llevar a cabo su política anticíclica, demasiado centrada en la política monetaria. Los tipos de interés habían alcanzado ya un alto nivel y el compromiso tácito primero y expreso una vez incorporada nuestra divisa a la disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo (SME), impedía una nueva apreciación de la peseta frente a las monedas europeas. En este contexto, sólo cabían dos alternativas. O un giro de la política económica hacia la beligerancia fiscal (moderación de gastos y medidas fiscales), con un abandono de la hegemonía (o "soledad") de la política monetaria en la lucha antiinflacionista, o la adopción de medidas de limitación cuantitativa del crédito bancario al sector privado, dando un paso heterodoxo, pero de probada eficacia, al menos a corto plazo, en la línea de la política monetaria empleada hasta entonces.

VELOCIDAD DE CIRCULACION-RENTA



CRECIMIENTO DEL GASTO NOMINAL Y DE ALP



La contingentación del crédito privado ahorraba a las autoridades así una elevación adicional de tipos de interés y por consiguiente quizá también una apreciación adicional de la peseta o una nueva expansión de las reservas centrales de divisas. En este sentido, la medida, de compleja instrumentación, ha hecho posible que el Banco de España no haya vuelto a elevar sus tipos de interés desde hace casi un año, desde julio del pasado ejercicio. Sin embargo, las autoridades no han permitido una

relajación en los tipos de interés. Antes al contrario. Un férreo control de la liquidez prestada al sistema bancario ha supuesto, en estos casi diez meses transcurridos, la conservación de una curva plana o positiva, según los momentos, en los tipos del mercado de dinero interbancario.

Bajo nuestro punto de vista, esta actitud de preocupación por el nivel de los tipos de interés, además de atender a razones de pura estabilidad cambiaria -en un contexto de grandes cambios en los tipos europeos-, responde a la consideración de que, si bien en la actualidad la pura contingentación del crédito asegura un impacto restrictivo sobre la financiación de la economía, existen canales de financiación extracrediticia que un excesivo diferencial entre los tipos de interés del crédito y aquéllos sobre instrumentos financieros excluidos de la definición de crédito, puede alimentar. El nivel de los tipos de interés, aunque exista limitación sobre el crédito, no es pues irrelevante para la política monetaria. Máxime si se concede, como parece evidenciarse de las declaraciones públicas del Gobernador del Banco de España, un carácter transitorio (sólo 1990) a la limitación.

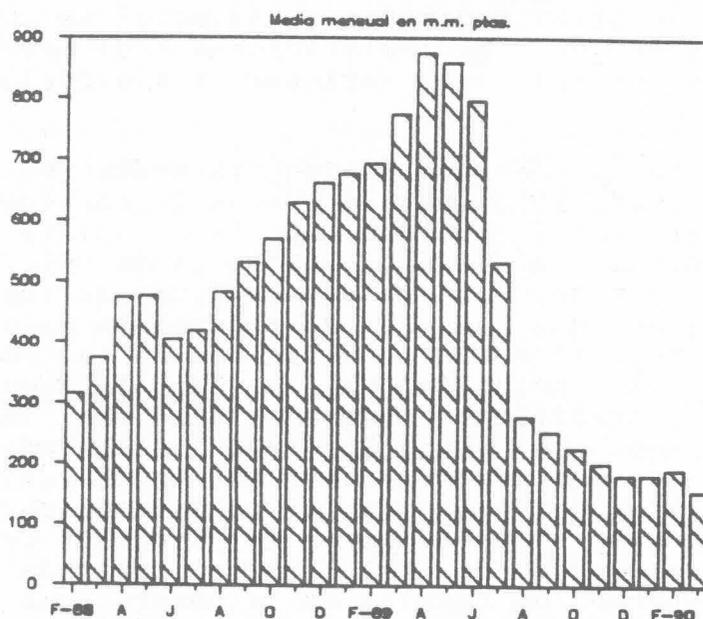
El hecho de que la desintermediación financiera pudiera mermar la eficacia restrictiva de la contingentación del crédito sobre el gasto nominal de la economía, hacia sin duda especialmente relevantes, tanto la definición del concepto de crédito limitado, como el propio nivel de los tipos de interés de los activos que sirven de referencia para las emisiones de instrumentos financieros excluidos de tal definición. En este sentido, la inclusión de las transferencias de activo en el objetivo crediticio evitaba una vía de "escape" a las limitaciones que había mostrado una elevada operatividad a lo largo del primer semestre de 1989. La elevación del tipo marginal de la letra del Tesoro en el mercado primario en los primeros meses de 1990 -rectificación del descenso de este tipo que tuvo lugar en el verano de 1989, por razones más ligadas al arbitraje en el mercado de cambios de la peseta que directamente a la inversión en deuda pública- puede considerarse también como una respuesta de las autoridades al proceso de desintermediación abierto por los pagarés de empresa.

#### Transferencias de activo

Las transferencias de activo son operaciones de las denominadas "fuera de balance". Se trata de la venta total o parcial de un activo financiero de naturaleza "no negociable" en mercados organizados, en la cual la entidad bancaria cede al comprador de la transferencia todos sus riesgos y derechos y en consecuencia la da de baja del activo de su balance. No es pues un pasivo (como ocurre con las participaciones en activo) de la

entidad bancaria. La virtud de estas operaciones para las instituciones financieras reside en la posibilidad de vehicular con ellas una mayor liquidez en sus balances, lo que les otorga mayor capacidad de maniobra ante elevaciones en los tipos de interés. Para los clientes de las instituciones estas operaciones tenían la ventaja, hasta julio de 1989, de que sus rendimientos no estaban sujetos a retención fiscal. Ello hacía que las entidades financieras optaran por instrumentar como transferencias de activos (sin retención) muchas de sus ventas de virtuales pagarés de empresa (con retención) a sus clientes. Ambas operaciones estaban "fuera del balance", pero su diferente impacto fiscal permitió un desarrollo sustancialmente mayor en las primeras. En abril de 1989 las transferencias alcanzaban un saldo vivo de 900,2 m.m. (excluyendo las interbancarias), cuando al final de 1987 apenas superaban los 290 m.m.

TRANSFERENCIAS DE ACTIVOS



En julio de 1989, el mes en que el Banco de España impuso sus límites al crédito al sector privado, las autoridades económicas publicaban la Circular 13/1989 en la que se definían con mayor rigor tanto transferencias como participaciones y el RD-Ley 5/1989 del 7 de julio, que obligaba a practicar retención fiscal sobre las transferencias de activo. La necesidad de reclasificar gran parte de las transferencias como participaciones (operaciones muy similares a los "repos" y sometidas al coeficiente de caja como pasivos computables) y la obligación de practicar retención fiscal provocaron un brusco descenso del saldo vivo de transferencias, que en el mes de agosto se reducía a 183,8 m.m. para finalizar el año en 159,7

m.m. Hoy las transferencias forman parte de la definición de los ALP y del crédito interno al sector privado. Se trata, sin duda de una inclusión que altera profundamente la naturaleza del agregado (recuérdese que son operaciones "fuera de balance") y, en nuestra opinión, de un primer paso para una eventual inclusión también de los pagarés de empresa intermediados (o mejor había que decir, desintermediados) por las instituciones financieras. Adicionalmente la inclusión de las transferencias, desde julio de 1989, en el concepto de crédito limitado por el Banco de España, cerraba el "problema" monetario provocado por éstas de forma definitiva.

Una vez clarificados tanto el estatuto fiscal de las transferencias, como su estricta definición, la inclusión en el límite terminaba por cerrar el camino a una vía de "escape" a la contingentación que de otro modo hubiera sido profusamente utilizada por las entidades bancarias, a pesar de la nuevas condiciones, con el fin de reducir sus saldos de crédito y ampliar su disponibilidad bruta de concesión de nuevos créditos a empresas no financieras y familias. Con ello, los pagarés de empresa han pasado a convertirse prácticamente en los únicos activos privados a corto plazo en manos del público no sujetos a limitación al crédito, a diferencia de las transferencia de activo.

#### Pagarés de empresa

El "boom" de los pagarés de empresa parece haberse desarrollado desde el mes de noviembre del pasado año. Sin embargo, es muy difícil aproximarse a las cifras, ya que son muy variados los canales por los que ha transcurrido el proceso de desintermediación provocado por su emisión y colocación en manos del público. En primer lugar, es una incógnita cuál ha sido el final de las transferencia reclasificadas en julio del pasado año. Los casi 600 m.m. en que se redujeron las transferencias entre julio y agosto, se reclasificaron como participaciones en una parte (unos 250 m.m.) de forma inmediata pero transitoria. De hecho, las participaciones redujeron su saldo vivo de 273,7 m.m. al final de mayo a solo 75,5 m.m. al cierre de 1989. Las cesiones temporales tampoco albergaron los fondos reclasificados ya que su saldo apenas superaba los 10 m.m. al final de dicho año. Teniendo en cuenta que el crecimiento de ALP fue en el segundo semestre de 1989 de sólo un 9,2% medio analizado y del 1,8% en el primer trimestre de 1990 cabe preguntarse dónde se han materializado los fondos antes considerados como transferencias. La hipótesis de que han venido a añadirse a los saldos de pagarés de empresa en poder del público, parece relativamente consistente.

En segundo lugar, es difícil precisar en qué medida los saldos ligados a la actividad "normal" de los mercados de pagarés

son representativos de todo el proceso de desintermediación financiera que ha podido producirse a raíz del agotamiento a lo largo de la segunda mitad de 1989 del boom crediticio de la primera mitad del año. Cabe pensar que junto a los voluninosos saldos emitidos en los mercados primarios organizados ha tenido lugar en los últimos meses una fuerte expansión de estas emisiones en el ámbito del "micromercado" de cada institución financiera. El agotamiento de los límites de crédito por parte de muchas instituciones financieras habría conducido a éstas a ofrecer, como instrumento alternativo de financiación, pagarés de empresa a corto plazo colocados casi simultáneamente entre la propia clientela de la institución. Esta actividad habría afectado a buen número de empresas de buen riesgo, tanto a nivel local como nacional.

La existencia de un proceso amplio de desintermediación financiera parece avalada además por el análisis de lo sucedido con el crédito al sector privado según finalidades en el segundo semestre de 1989. Los datos disponibles muestran una mayor incidencia de la desaceleración crediticia sobre el crédito destinado a financiar actividades productivas que sobre aquél dedicado a las familias. El primero pasó entre junio y diciembre de 1989 de una tasa interanual del 17,0% a otra del 11,9%, mientras el segundo lo hizo del 32,8% al 25,7%. La financiación de vivienda propia a familias pasó en el mismo periodo de una tasa de crecimiento del 29,5% a otra del 27,4%.

No cabe duda, finalmente, de que la amplia brecha abierta a lo largo del segundo semestre de 1989 entre el tipo de interés marginal de las letras del Tesoro en el mercado primario y el tipo de los préstamos interbancarios ha incentivado adicionalmente tal proceso de desintermediación al permitir una más amplia gama de riesgos en las emisiones de pagarés y al abaratarlas en términos relativos. De hecho, el tipo de la letra ha sido el único instrumento utilizable por las autoridades para medir este años sobre las emisiones de pagarés.

Según estimaciones del Banco de España frente a un crecimiento en el primer trimestre de 1990 del 1,8% en ALP da consideración de un agregado más amplio que incluiría los pagarés de empresa y los forales, elevaría esta tasa hasta el 9%, 7,2 puntos porcentuales. Por otra parte, frente al 8,2% de tasa para el crédito interno al sector privado sometido a los límites, la adición de los pagarés, elevaría la tasa del trimestre hasta nada menos que un 13% (véanse las tablas adjuntas). Si bien ha existido una clara desaceleración monetaria, éste debe pues matizarse a la vista de estas tasas, que bajo nuestro punto de vista podrían estar incluso infravalorando el proceso de desintermediación.

# FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

## PRESUPUESTO MONETARIO PARA 1990

	1989	1990	Tasas crecimiento		Pro-memoria
			89/88	90/89	86/87
PIB nominal	44.679,9	49.509,3	11,9	10,8	14,6
ALP media año	39.090,5	42.217,7	12,8	8,0	12,4
Velocidad de circulación PIB/ALP	1.143,0	1.173,0	-0,8	2,6	1,9

FUENTE: Elaboración propia sobre los objetivos del Gobierno.

## EXPANSION MONETARIA Y DESINTERMEDIACION FINANCIERA

	1989	1989	1989	1er. trimestre 90
	1er.semestre	2ªsemestre		
Activos Líquidos del Público (a)	13,7	9,2	11,3	1,8
Crédito Interno al S.Privado (a)	22,0	12,9	17,6	8,2
M1	13,4	14,5	13,9	14,0
M2	12,0	10,3	11,1	15,0
M3	10,5	10,3	10,4	27,0
Crédito+pagarés de empresa (b)	23,0	13,9	18,4	13,0

(a): tanto ALP como Crédito interno al Sector privado incluyen transferencias de activo.

(b): estimación propia sobre estimación del Banco de España.

## EL IMPACTO DE LA DESINTERMEDIACION SOBRE ALP Y CREDITO PRIVADO

(Saldos a fin de mes en m.m. ptas. y tasas de crecimiento)

	1989	1989	1990
	1er. semestre	2ª semestre	1er. trimestre
Activos líquidos del público (ALP)	38.996	40.749	40.927,0
ALP + pagarés de empresa del público	39.537	41.487	42.257,7
Tasas medias anuales acumulativas			
ALP	13,7	9,2	1,8
ALP + pagarés	14,1	10,1	7,6
Crédito interno a empresas y familias	33.349	35.435	36.140
Crédito + pagaré de empresa del público	33.890	36.173	37.296
Tasas medias anuales acumulativas			
Crédito	22,0	12,9	8,2
Crédito + pagarés	23,0	13,9	13,0

FUENTE: Analistas Financieros Internacionales, S.A.

CRECIMIENTO DEL CREDITO DEL SISTEMA BANCARIO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS  
(Tasas interanuales)

	Total	Saldos primarios	Industria	Construcción	Servicios
Dic-88	12,7	21,3	0,4	27,0	23,7
Mar-89	11,6	21,8	-0,7	27,8	21,0
Jun-89	17,0	22,9	3,4	31,5	28,3
Sep-89	14,0	17,1	6,2	33,7	16,8
Dic-89	11,9	8,3	8,3	34,1	10,0
Pro-memoria: paso de cada sector en el saldo vivo total					
Dic-89	100,0	5,1	41,4	13,5	40,0

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España.

CRECIMIENTO DEL CREDITO AL SECTOR PRIVADO POR FINALIDADES (Tasas interanuales)

Otras financiaciones a personas físicas

Financiación actividades productivas	Otras financiaciones a personas físicas						Financ. inst. privadas sin fines lucro		Sin clasificar	TOTAL
	Vivienda propia	Bienes duradero	consumo y servicios	Otros bienes	Valores	Otras	Total	sin clasificar		
Mar-86	6.7	16.4	21.7	123.6	76.7	25.6	25.0	-3.9	-3.0	8.5
Jun-86	7.1	18.7	27.4	115.2	1.9	14.2	-18.8	32.2	-0.7	2.2
Sep-86	7.8	19.5	30.5	34.8	35.2	21.5	23.0	39.5	2.3	9.9
Dic-86	5.2	22.2	37.5	30.8	67.9	17.7	24.7	83.2	11.6	9.3
Mar-87	8.6	19.9	46.9	28.0	103.5	17.0	24.9	94.1	5.4	11.4
Jun-87	7.8	20.3	43.1	23.0	176.5	23.5	92.3	47.7	17.0	19.6
Sep-87	11.0	19.1	41.1	17.9	85.9	22.0	23.7	26.3	24.5	14.7
Dic-87	12.4	15.7	39.9	18.2	121.0	22.8	22.4	19.1	36.1	16.5
Mar-88	12.2	15.6	36.8	15.2	6.1	24.2	20.8	2.7	38.1	16.2
Jun-88	11.1	16.9	37.0	18.7	-3.1	30.0	23.0	9.4	30.1	15.4
Sep-88	10.7	20.4	35.5	18.8	43.1	35.8	26.3	-5.3	31.8	15.9
Dic-88	12.7	25.3	29.5	19.2	38.7	38.0	28.3	-13.7	21.8	16.7
Mar-89	11.6	30.0	35.2	23.1	61.2	45.6	33.9	-2.2	22.6	17.4
Jun-89	17.0	29.5	34.8	-17.4	194.0	52.8	32.8	-5.5	28.4	21.7
Sep-89	14.0	29.5	28.0	-17.4	118.2	47.3	29.8	11.3	22.6	18.5
Dic-89	11.9	27.4	26.6	-20.5	40.8	38.5	25.7	29.3	15.8	15.5

Crédito otorgado por el Sistema Bancario. Datos trimestrales

FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España.

## SOBRE EL COEFICIENTE DE GARANTIA

Antonio Serra Ramoneda.

Cumplir con el valor legalmente exigido del coeficiente de garantía, bien en su formulación actual o bien en la que en el futuro se derivará de nuestra incorporación a las Comunidades Europeas, es una fuente de preocupación tanto para los gestores de un número importante de las Cajas de Ahorro españolas, como para los rectores políticos de nuestro sistema crediticio. De ahí el intento de diseñar fórmulas que permitan reforzar, a través de aportaciones externas, el incremento de los recursos propios mediante la acumulación a las reservas de los beneficios contables. Y ello sin llegar a desvirtuar, como ha ocurrido en otros países -recuérdese el caso de Inglaterra- el carácter no mercantil tradicional de las Cajas de Ahorro. Las denominadas obligaciones subordinadas, que sólo son remuneradas cuando existen beneficios suficientes, fueron un primer paso que tuvo una respuesta positiva por parte de bastantes entidades. Y ahora parece cercana la sanción legal a un segundo instrumento: las cuotas participativas. Estas serán títulos que sólo serán remunerados con la renta residual -es decir, el excedente que pudiera generar la entidad emisora- pero que no otorgan ningún derecho político de intervención en la gestión. Ciertamente estas dos soluciones merecen juicios positivos en cuanto colaboran a solucionar un grave problema. Pero no es correcto alzarlas a la categoría de panacea. Creer que en el numerador del coeficiente de garantía las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas puedan llegar a representar una proporción importante es una ilusión y al propio tiempo un riesgo excesivo de problemas muy graves en el futuro que pueden llegar a afectar a todas las Cajas de Ahorro, incluso a las que están libres de toda mácula.

Es sorprendente que no se haya pensado en aplicar antes, o simultáneamente a las dos medidas antedichas, otra que permitiría cuando menos aliviar la gravedad del problema de manera más natural y sin menoscabo alguno para la naturaleza de las Cajas de Ahorro. Y que no es más que la autorización fiscal a la regulación de balances, durante algún tiempo permitida en las sucesivas Leyes presupuestarias pero que, a pesar de la tozudez de la inflación, ya lleva varios años en el cajón de los recuerdos. Esta regularización no significa sino admitir contablemente un hecho cierto y por lo tanto permitir que el valor del coeficiente de garantía se acerque a la realidad. No se trata de deformar el balance para aparentar una situación ficticia y excesivamente optimista sino, por el contrario, de dar una mayor veracidad al valor contablemente calculado de la garantía que la entidad crediticia ofrece a terceros. La lógica conduce a esperar que las autoridades fiscales, en una actuación coherente, promulguen pronto una medida como la aludida con lo que se aliviará el recurso por parte de las entidades con problemas para el cumplimiento de las exigencias legales en cuanto al valor del coeficiente de garantía a las obligaciones subordinadas y a las cuotas participativas. Y al propio tiempo se evitará que en decisiones de largo alcance y trascendencia juegue un papel que no le corresponde al deseo de conseguir una mejora sin repercusión fiscal del valor contable del coeficiente de garantía.



RESUMEN DE PRENSA

---

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

---

S U M A R I O

---

	<u>Págs.</u>
La política económica de Estados Unidos: a la deriva en medio de unas expectativas a la baja.....	1
Las posibles dificultades de financiación de los déficits / norteamericanos .....	9
Las relaciones USA-Japón: temores y fantasías .....	13
El nuevo tratado USA-Japón .....	17
Como dicen en Tokio: "Kutubare PNB" .....	19
Entre la ira y el temor reverencial, o la invasión de Europa por los japoneses .....	23
Es hora de decir adiós al acuerdo del Louvre .....	26
La reunión de los 7-G: comunicado final y comentarios .....	32
Las reservas mínimas bancarias .....	38
La evolución -en alza y positiva- de los tipos de interés .	41



**La política económica de Estados Unidos: a la deriva  
en medio de unas expectativas a la baja**

El artículo que sigue, de Paul Krugman(1), se publicó en "The Washington Post", de donde lo reprodujo el "Herald Tribune" del 27 de Marzo.

Si los economistas y futurólogos de hace 20 años hubieran previsto una evolución en la cual la productividad avanzaba penosamente a un ritmo del 1 por ciento anual; en la que los salarios horarios reales se hubieran reducido durante dos décadas enteras (1970 y 1980); en la que la pobreza aumentaba en términos absolutos; y, finalmente, en la que la economía de Estados Unidos retrocedía, de acuerdo con ciertas mediciones, a un nivel de tercer orden, habrían llegado a la conclusión de que se iba hacia un desastre de tal magnitud que este había de traducirse en una respuesta política de parecidas dimensiones.

Pues bien, esa es la economía que tenemos, y la verdad es que no ha producido la respuesta política que se podía haber pensado. Al contrario: los resultados económicos son considerados hoy como un gran éxito. Véase como prueba de esto el papel que jugó la economía en la elevación de George Bush a la presidencia del país.

Debe permitírsenos que critiquemos esa complacencia nacional y que condenemos esta etapa de menores expectativas en la que una mayoría de norteamericanos se muestran dispuestos a exigir mucho menos para si mismos y para sus hijos de lo que nadie habría podido impaginar 20 años atrás. Pero antes de pedir que se haga algo, es importante admitir que hay buenas razones para que los gestores de la economía dejen, simplemente, que las cosas sigan su curso, a su aire, a la de-

---

(1) Paul Krugman, profesor de economía en el Massachusetts Institute of Technology, es autor de la obra "The Age of Diminished Expectations", que acaba de publicarse.

riva.

Si no hemos reaccionado ante el estancamiento de la productividad o ante la persistencia de las situaciones de pobreza; si, por el contrario, hemos aceptado una tasa "natural" de desempleo muy por encima de lo que en otros tiempos habíamos considerado intolerable es, sencillamente, porque las posibles respuestas ante estos problemas nos parecen excesivamente inciertas o demasiado costosas. Además, los peligros que se descubren en el horizonte no parecen tan graves como muchos suponen. Es decir, no es tan importante como algunos creen que el déficit comercial se vea reducido, o que se persista en la lucha contra la inflación, etc.

Con esto, desde luego, no se quiere sugerir que los norteamericanos deberían celebrar la existencia de tales problemas. Evidentemente, estaríamos mucho mejor si pudiéramos eliminarlos, y no son pocos los que proponen fórmulas para alcanzar este fin. Pero la cuestión es si, en general, tiene sentido que el país resista las llamadas de los que creen que se ha de hacer un esfuerzo para superar la situación. En otras palabras, si no es mejor continuar en la cómoda actitud presente y esperar a ver qué pasa.

Veámos, brevemente, cuales son los hechos.

A.- La capacidad de un país para elevar su nivel de vida a largo plazo depende casi enteramente de su productividad. Ahora bien, desde 1973, la producción de Estados Unidos por trabajador se ha estancado, y esto no sólo en comparación con nuestros rivales económicos sino también en relación con etapas anteriores de Norteamérica. Las décadas de los 70 y de los 80 fueron, de hecho, las menos productivas de todo el siglo.

Como resultado de ello no han aumentado las retribuciones reales para el trabajador medio norteamericano desde el inicio de la primera presidencia de Nixon. Desgraciadamente, nadie sabe realmente por qué la productividad ha progresado tan lentamente. Hay, como siempre suele ocurrir, varias teorías que intentan explicarlo, pero estas son poco más que conversaciones

de café.

Sin embargo, el desconocimiento de las causas de los problemas no ha evitado que la gente propusiera remedios. La receta de los economistas ortodoxos es simple: fastídiense ("suffer"). Consuman menos ahora de forma que queden más recursos disponibles para la inversión en fábricas o en educación. Vivirán peor hoy, pero dentro de 10 años -o tal vez 20- la productividad será lo suficientemente alta como para compensarles de los sacrificios realizados.

Este remedio no ha sido recibido precisamente con un gran fervor político, en especial si se tiene en cuenta que la caída de la productividad no está necesariamente relacionada con la menor inversión. De hecho, los norteamericanos destinaron a inversión en los 70 y en los 80 una proporción tan alta de sus recursos como en los años 50 y en los 60. Además, gastaron un porcentaje mayor en educación, especialmente en educación superior. Pero el dinero no resolvió esta vez el problema. Es explicable, por consiguiente, que los norteamericanos se resistan a sacrificarse hoy por algo que no es seguro que produzca beneficio alguno mañana.

También se han sugerido fórmulas menos ortodoxas. De la derecha han llegado los economistas de la oferta, los cuales predicán que dejando a los mercados libres de toda interferencia oficial el sector privado recobrará el dinamismo que ha de solucionarlo todo. Sin embargo, cuando estuvieron en el poder durante los años de Reagan, los economistas de la oferta proporcionaron un crecimiento de la productividad mucho menor de lo que habían prometido. En estas circunstancias, es natural que sus consignas encuentren ahora muchos menos seguidores.

Desde la izquierda, mientras tanto, han acudido los defensores de la política industrial, los cuales proponen que el Estado intervenga más en los mercados. En una fase de déficits presupuestarios persistentes y de desconfianza en la competencia y en la integridad de la Administración, quieren poner en manos de los burócratas y de los políticos todavía más

recursos con los que subvencionar a ciertas industrias, aunque no haya acuerdo entre ellos sobre cuales deberían ser estas. En un futuro próximo, los norteamericanos pueden aceptar algunas pruebas o "tests" para pequeñas empresas, pero cualquier programa de política industrial a gran escala debe ser terminantemente excluído.

B.- Todo el mundo querría que se pusiera fin a los déficits comerciales masivos que se han hecho crónicos en los años 30. Ahora bien, el déficit comercial no puede resolverse sin un aumento substancial del ahorro nacional, y la única manera de conseguir esto es a través del equilibrio del presupuesto federal. Esto significa una combinación de recortes del gasto y de aumentos de los ingresos del orden de 100 a 150 m.m. de dólares. Un precio que el público no parece dispuesto a pagar.

Una razón de esto puede ser que el premio no justifica el coste. Por ejemplo, mucha gente ve que se cierran fábricas a causa de la competencia de las importaciones y que muchos trabajadores se quedan sin empleo porque la exportación es difícil. Pero en los años 80 aumentó el déficit comercial al mismo tiempo que se incrementaban los puestos de trabajo. Aunque se hubiera evitado en alguna medida el déficit comercial lo más probable es que no habría mejorado en absoluto la situación del empleo. Incluso tal vez habría empeorado.

El déficit comercial, naturalmente, conduce directamente al aumento de la deuda exterior. Ahora bien, como proporción de la enorme renta nacional, la deuda de Estados Unidos es pequeña, y continuaría siendo tolerable incluso en el caso de que siguiéramos endeudándonos al ritmo presente durante lo que queda de siglo. Es fácil ver, por consiguiente, por qué el público pone poca atención en las advertencias en favor de la reducción del gasto público y del aumento de los ingresos fiscales.

C.- La política monetaria contractiva que redujo la tasa

de inflación subyacente del 10 al 4 por ciento supuso una pérdida global de más de 1 billón de dólares para la producción. Terminar el proceso de reducción de los precios exigiría otra recesión que le costaría a la economía centenares de miles de millones más, a parte de lo que representaría en términos de pérdidas de puestos de trabajo. ¿Y para qué? En la medida en que el análisis económico nos diga algo, una inflación sostenida del 4 ó el 5 por ciento apenas produce daño alguno. Podríamos vivir perfectamente con ella por un período indefinido.

Lo difícil es mantenerla a un ritmo estable, sin que se escape de nuestro control. Pero esto es muy distinto que eliminar del todo los aumentos de los precios. Por esto no puede extrañar que los norteamericanos se tomen tan poco en serio el objetivo inflación cero.

---

En un segundo artículo de la misma serie, publicado asimismo en "The Washington Post"- "Herald" (28/3), el profesor Paul Krugman, bajo el título "Política económica de Estados Unidos: será difícil rectificar", escribe lo que sigue.

Al igual que el déficit exterior y que la inflación, los conflictos comerciales son menos dañinos de lo que se suele pensar. Los proteccionistas pretenden que la competencia extranjera constituye una amenaza seria para la economía de Estados Unidos. Los defensores del libre cambio, por el contrario, sostienen que lo que es un peligro es el proteccionismo. Ni unos ni otros están en lo cierto.

Si bien los Estados Unidos tienen buenos argumentos contra las prácticas comerciales de otros países y se hallan ante su problema delicado en sus negociaciones con un país cerrado como Japón, la competencia extranjera es sólo un factor menor en los pobres resultados obtenidos por la economía norteamericana. Todas las prácticas comerciales restrictivas de todos los otros

países reducen el producto nacional de Estados Unidos en sólo una fracción del 1 por ciento.

Por otra parte, el "proteccionismo" es menos peligroso de lo que se pretende hacer ver. No tiene sentido alguno pensar que fué el proteccionismo el causante de la Depresión y que hoy puede conducirnos a un colapso similar. Incluso un conflicto comercial severo tendría consecuencias modestas. Una guerra arancelaria que redujera el comercio mundial a la mitad no haría más daño que una recesión moderada.

Esto no debe interpretarse como una aceptación de las guerras comerciales, las cuales, sin duda, siempre se traducen en pérdidas. Lo que se quiere decir es que el coste de las mismas es mucho menor de lo que algunos pretenden.

A mediados de los años 60 los Estados Unidos desencadenaron una costosa Guerra contra la Pobreza con el fin de ayudar a los pobres a ingresar en las filas de la clase media. En general, tal esfuerzo fué calificado como un fracaso, razón por la cual el país se planteó otros objetivos. Mientras tanto, la pobreza absoluta se ha incrementado. Según una estimación, de 1979 a 1987 el número de familias que viven en una situación de pobreza aumentó en un 15%. Hoy, pocos son los que creen que el gobierno puede hacer algo realmente positivo para ayudar a los pobres a ser más productivos. Todo lo que parece ser capaz de hacer aquel es darles más dinero, bien directamente bien a través del sistema fiscal.

Puede que en los años próximos se consagren recursos para unas víctimas tan caracterizadas de la pobreza como son lo que carecen de vivienda. Ahora bien, en una época de restricciones presupuestarias y de niveles de vida más bien estáticos para el norteamericano medio, parece fuera de lugar pensar en cualquier iniciativa importante encaminada a ayudar a los pobres a rehacer sus vidas, en especial si se piensa que son muy pocos los que creen que los posibles esfuerzos sirvieran para algo.

Cualquier aplazamiento podría fácilmente conducir a

consecuencias desagradables. El rescate o salvamento de las entidades de ahorro y préstamo proporciona un ejemplo clásico. Un desastre financiero similar podría resultar de la negligencia de no actuar oportunamente ante el problema de la deuda del Tercer Mundo, una carga que podría reducirse hoy a la mitad a un coste para el contribuyente de no más, tal vez, de 10 m.m. de dólares, pero que puede costar mucho más si el asunto no se trata como se debe y en el momento oportuno.

Pero ni siquiera la locura de las entidades de ahorro y préstamo ha alterado la percepción generalizada de que la economía de Estados Unidos funciona adecuadamente. Lo mismo resultará probablemente cierto de otras facturas innecesarias que Norteamérica tendrá que pagar.

¿A dónde, pues, nos llevarán los años 90? En esta época de juicios y de predicciones, no siempre positivos, puede ser de interés hacer observar que podríamos encontrarnos ante noticias favorables. Todo lo que se podría necesitar es un poco de suerte: una aceleración del crecimiento de la productividad a un nivel próximo al de los años 50 y 60.

La historia de la productividad en este siglo sugiere que una vuelta en los años 90 a una tasa más elevada -del 2'5 ó del 3 por ciento anual- es perfectamente posible. Si esto fuera así, muchos problemas económicos -niveles de vida estancados para el norteamericano medio, miseria para los de abajo, el déficit fiscal, una débil tasa de ahorro, tensiones comerciales- se reducirían o desaparecerían del todo.

Pero tampoco podemos descartar completamente la posibilidad de que el juicio final resulte calamitoso. Uno puede imaginarse perfectamente un déficit comercial en permanente deterioro, así como una intensificación del nacionalismo económico, de lo que resultara un clamor en contra de la inversión extranjera. El temor de políticas confiscatorias por parte de Estados Unidos podría en tal caso desembocar en una salida generalizada de capitales y dar lugar a un aterrizaje duro de estilo iberoamericano. El sentir general estima que esto no va a ocurrir, pero la verdad es que

no lo sabemos.

La política económica podría continuar más o menos por la misma senda actual durante muchos años sin que se produjera una crisis. La economía norteamericana es tan enorme, y los pecados de la misma tan comparativamente veniales, que los norteamericanos pueden permitirse el lujo de ser irresponsables durante mucho tiempo. A la vista de lo que ha estado ocurriendo durante bastantes años ya, se puede pensar que lo más probable es que ocurra lo que se acaba de decir, esto es, que persista la irresponsabilidad.

En tal caso, la economía global en el año 2000 presentaría un aspecto bien diferente del de hoy. Los extranjeros serían propietarios de una buena parte de Norteamérica y la influencia internacional de Estados Unidos continuaría decreciendo. Una Europa más integrada tendría un PNB superior al nuestro, y Japón, con una población mucho menor, podría disponer de un producto nacional bruto igual al 80 por ciento del de Estados Unidos. Tanto Europa como Japón exportarían más que Norteamérica e invertirían más en el extranjero.

En este contexto, los Estados Unidos descenderían al tercer puesto entre las potencias económicas. Pero la economía interna, en cambio, variaría relativamente poco. Por razones de diversa índole es probable que la renta familiar media fuera algo superior que en los años 80, que las clases inferiores mejoraran un poco más, que la tasa de desempleo bajara en alguna medida y que la inflación subiera ligeramente. Los resultados alcanzados, así, se situarían en unos niveles que habrían sido juzgados como desastrosos en el pasado. Pero en la medida en que no tuviéramos que enfrentarnos con una severa recesión o con una inflación de dos dígitos, el público continuaría pensando que la política económica había sido un "éxito".

---

**Las posibles dificultades de financiación**  
**de los déficits norteamericanos**  
(*"The Economist"*)

Todas las miradas se dirigen al enfermizo yen. Pero cuidado, Washington. Tanto Norteamérica como el dólar tienen un futuro incierto en la medida en que se va agotando el exceso de ahorro de los dos grandes acreedores mundiales.

Cuando los representantes japoneses acudieron a la reunión de los 7-G, recientemente, en París, su esperanza era que los colegas se prestarían a sacarles de su apurada situación de la misma forma que Japón había hecho con Estados Unidos en el acuerdo del Louvre de 1987, cuando los japoneses se unieron al esfuerzo colectivo dirigido a apuntalar al dólar. Pero esta vez los Siete Grandes decidieron no hacer nada, es decir, ni se ofrecieron para intervenir en los mercados cambiarios ni se prestaron a reducir sus propios tipos de interés. El mensaje para Japón, pues, fué que mientras sus dificultades no se propaguen a los otros países el problema es suyo, y sólo suyo.

La Reserva Federal y el Bundesbank, en efecto, están demasiado preocupados por las amenazas inflacionistas en sus propias economías para pensar en una posible reducción de sus respectivos tipos de interés. Por consiguiente, si el yen continúa bajando, el Banco de Japón deberá subir su tipo de descuento, incluso en el caso de que esto provoque una nueva caída de la bolsa.

Los dirigentes japoneses pueden sentirse dolidos de que Estados Unidos no muestre una actitud de mayor colaboración, y recuerdan cómo ellos bajaron sus tipos de interés, facilitando las cosas a Norteamérica, después del acuerdo del Louvre. Por cierto que esta es una de las razones que explican los actuales problemas de Japón, pues la subsiguiente expansión monetaria en este país produjo la explosión de los precios de las acciones y del suelo (con lo que bajaron los rendimientos), cosa que, a su

vez, estimuló a los inversores japoneses a buscar mayores beneficios en otros países. Las enormes salidas de capitales en forma de colocaciones a largo plazo debilitaron al yen, y en estas estamos. Pero esto es sólo una parte de la historia. Japón, en efecto, ha actuado demasiado lentamente en la contracción de su política monetaria, razón por la cual debe asumir sus responsabilidades.

Con todo, la opinión más generalizada, últimamente, es que si bien el yen continuará bajo presión a corto plazo, los mayores tipos de interés reducirán más tarde las amenazas inflacionistas y frenarán las salidas de capital, una parte del cual regresará al país. Por otra parte, la balanza corriente saldrá beneficiada de la debilidad de la moneda, que se traducirá en un aumento de la exportación.

Algunos economistas, sin embargo -y tal es el caso del equipo de Goldman Sachs en Londres- sostienen que el yen se encuentra todavía sobrevalorado en términos de paridad del poder de compra (es decir, que una cesta de productos similares cuesta más en Japón que en Estados Unidos). De las monedas que tal equipo de economistas observa con mayor atención, el yen es una de las más sobrevaloradas (en un 13%) en relación con el PPP ("purchasing power parity"). Dichos economistas estiman que, de acuerdo con la paridad del poder de compra, un dólar debería valer 209 yens, nada menos. Si esta estimación fuera correcta, el crecimiento de la exportación japonesa sería reducido, y el superávit corriente tendería a disminuir aún más. Ahora bien, aunque este excedente se redujera, otros datos básicos a largo plazo -tales como un mayor crecimiento, una inflación menor y unos mayores tipos de interés reales- favorecerían al yen.

La ayuda prestada por Japón a Estados Unidos en 1987 no sólo es una de las causas de los actuales problemas de aquel país sino que permitió que el gobierno norteamericano continuara endeudándose tan pródigamente como lo ha estado haciendo. Si los 7-G no hubieran acudido entonces en defensa del dólar, los dirigentes norteamericanos se habrían visto

probablemente obligados a realizar un duro esfuerzo por reducir el déficit presupuestario con el fin de prevenir una grave caída del dólar.

Algunos economistas sostienen que los Estados Unidos sólo eliminará el déficit fiscal si se ve ante una crisis grave de su moneda. Puede que no se tenga que esperar mucho para que esto ocurra. David Hale, jefe de los economistas de Kemper Financial Services, señala que en los próximos e inmediatos años Norteamérica podría encontrarse aprisionada entre una Europa necesitada de grandes capitales y un Japón más dispendioso.

Si el superávit corriente de Japón continúa reduciéndose y las salidas netas de inversiones a largo plazo disminuyen, sus exportaciones de capital a Norteamérica podrían empezar a secarse.

Paralelamente, las exportaciones de capital de Alemania, el segundo país acreedor mundial, es probable que bajen. La principal razón de que los rendimientos de los bonos hayan subido en la Alemania Federal no es el miedo a la inflación -que sin duda se ha exagerado- sino las grandes demandas de inversión prevista en Alemania oriental, así como el aumento de las necesidades de recursos del gobierno de Bonn para pagar pensiones, subsidios de paro y gastos en vías de comunicación y otras infraestructuras. Todo esto absorberá una buena parte del ahorro de Alemania Federal, por lo que a lo largo de los próximos años el excedente corriente de este país (la diferencia entre el ahorro y la inversión internos) podría reducirse apreciablemente.

En los años 90, los dos mayores países acreedores del mundo no sólo dispondrán de menos ahorro disponible sino que pueden preferir emplearlo en las nuevas oportunidades de inversión en el Este europeo. Por lo tanto, con una mayor competencia para conseguir recursos, Norteamérica encontrará más difícil y más costoso obtener los fondos que precise. La crisis del dólar, tanto tiempo pronosticada, podría pues producirse aún si los Estados Unidos continúan resistiéndose a

---

incrementar los impuestos y a eliminar el déficit presupuestario.

Pero no esperen que el presidente Bush ceda fácilmente. En los años 80, Norteamérica atribuyó en parte su déficit corriente a la política fiscal contractiva de la Alemania Federal y se negó a subir sus propios impuestos. No se sorprendan, pues, si en la cumbre económica que se ha de celebrar en Houston el próximo mes de Agosto el presidente Bush pide que los otros países incrementen su ahorro y da lecciones a Kohl sobre la prodigalidad de su gobierno, al tiempo que le aconseja que incremente los impuestos. Pero esta vez nadie le creerá.

---

### Las relaciones USA-Japón: temores y fantasías

El artículo que se transcribe a continuación, de Robert J. Samuelson, apareció publicado en "Newsweek" de fecha 2 de Abril.

Estamos en 1995. El enorme déficit norteamericano con Japón, que había sido de 49 m.m. de dólares en 1989, ha desaparecido prácticamente del todo. Como consecuencia de ello, las relaciones entre Estados Unidos y Japón son ahora apacibles y cordiales. ¿Es esto así? No, de ninguna manera.

La verdad es que aquella predicción es muy rebuscada (aunque podría realizarse), pero no lo es el argumento de fondo. Nuestro problema comercial con Japón -de nuevo en el primer plano- no acaba nunca precisamente porque el déficit comercial no es lo realmente importante. Como máximo, lo que hace el déficit es simbolizar unas preocupaciones y unas discordancias presentes en ambos lados del Pacífico. Las tensiones reflejan tanto emociones como unos determinados datos económicos, y esta es la razón por la que resulten difíciles de eliminar a través de unas negociaciones.

¿Se preocuparían los norteamericanos si todas las exportaciones japonesas fueran, por ejemplo, juguetes? No, desde luego. Lo que nos corroe es el espectro de un Japón que sucesivamente va dominando, una tras otra, las distintas industrias de alta tecnología. Lo que, a su vez, irrita a los japoneses es que los americanos no cesen de insistir en que deben producirse cambios. Japón incrementa su ayuda exterior y sus importaciones, y nada. Las críticas y las reclamaciones continúan y continúan. Acaben con esa agricultura ineficaz. Cierren de una vez todos esos pequeños comercios familiares. Los norteamericanos quieren que surja un nuevo Japón hecho a su imagen y semejanza.

Ni siquiera la diplomacia más hábil o un decisivo cambio de las corrientes comerciales serían suficientes para poner fin

a estos agravios subyacentes. Los norteamericanos no pueden detener el progreso tecnológico de Japón. Los japoneses, por su parte, no pueden aislarse de las presiones exteriores. Estas proceden tanto de los propios japoneses que viajan al extranjero (9'6 millones en 1989) -y que ven cómo las cosas son frecuentemente mejores fuera- como de los interlocutores comerciales de Japón. En 1988, el turista japonés medio regresó del extranjero con productos de otros países por valor de 2.200 dólares.

Lo que norteamericanos y japoneses tienen en común son imágenes falsas y erróneas. La de Estados Unidos es que la competencia de Japón, en comercio y en inversiones, amenaza nuestro bienestar. Y es verdad que algunas empresas norteamericanas han sido víctimas de tal competencia, pero su desaparición, o el cambio de propietario, no significa que una mayoría de norteamericanos esté peor por ello. Tampoco es cierto que son sólo los compradores norteamericanos de productos japoneses los que salen beneficiados.

"Como propietario de dos nuevos coches Chrysler... he sido muy feliz hasta ahora", escribe James Fallows, un conocido crítico de Japón, en "The Atlantic" de Marzo. Exactamente. Sus Chryslers están mejor fabricados porque la casa Chrysler tuvo que hacer frente a la competencia japonesa. Lo mismo ocurre con muchas otras industrias: siderurgia, máquinas herramientas, copadoras, semiconductores. Al hacer que nuestras empresas sean más eficaces y más imaginativas, los japoneses mejoran nuestro nivel de vida. En los años 80, la productividad de las plantas de Estados Unidos (producción por hora) subió en un 38 por ciento. Esta es la mayor progresión, para una década, desde la Segunda Guerra Mundial.

La falsa imagen de Japón es que todas las críticas procedentes del extranjero no se deben más que al sentimiento de que "las uvas están verdes": los norteamericanos no triunfan en Japón porque no hacen lo necesario. Y si bien esto ha sido cierto alguna vez, en realidad oculta la verdad profunda. Los japoneses nunca han querido que los norteamericanos (o

cualquier extranjero) intentaran de verdad introducirse en su país. No es casualidad que la presencia extranjera sea tan débil en Japón. Piénsese, si no, en lo siguiente:

- La importación japonesa de artículos manufacturados es de alrededor del 3 por ciento del PNB. La misma ratio es del 7 por ciento para Estados Unidos, del 14 por ciento en la Alemania Federal y del 21 por ciento en Corea del Sur.

- La inversión directa extranjera en Japón equivale al 1 por ciento de los activos empresariales. En Estados Unidos dicha cifra es del 9 por ciento, del 14 por ciento en Gran Bretaña y del 17 por ciento en la Alemania Federal.

Los japoneses se contemplan a si mismos como un país que tiene "una cultura distinta de las demás, y que ésta es de difícil o imposible comprensión para los no japoneses", como escribe el economista Edward Lincoln en un libro de reciente aparición ("Japan's Unequal Trade"-The Brookings Institucion). Esta visión racionaliza las políticas y las actitudes proteccionistas. Algunos de los mecanismos obstruccionistas han sido realmente extraordinarios. Así, por ejemplo, en 1960, Texas Instruments solicitó una patente en Japón para el circuito integrado básico, coinventado por Jack Kilby, de dicha firma. La patente no fué reconocida hasta 1989, con lo que la industria japonesa tuvo una gran libertad para desarrollar su poderío en este campo.

Lo que de verdad irrita a los norteamericanos es la actitud japonesa que consiste en esperar obtener autorización para operar libremente en otros países al mismo tiempo su propio mercado permanece encerrado en una maraña de restricciones administrativas o culturales. La uniformidad de trato se convierte así en un imperativo político. Si los extranjeros se ven excluidos del comercio con Japón o de la inversión en este país, los mecanismos que se utilicen para hacer que esto sea así carecen de importancia. En tal caso se producirán exigencias de reciprocidad que a la larga resultarán irresistibles.

Pero también es verdad que apenas se valoran como es

---

debido los cambios que, pese a todo, Japón va introduciendo en su sistema. Desde 1984, las importaciones de Japón han subido en un 54 por ciento, lo que no ha servido para desactivar la actitud recelosa de Estados Unidos. Muchos norteamericanos, en efecto, parecen creer realmente que llegará un día en que los japoneses impondrán su ley a Estados Unidos, después de haber arruinado a la mitad de nuestras compañías y de haber comprado la otra mitad. Por favor, señores. Todas las empresas de propiedad extranjera (y no sólo japonesas) juntas emplean sólo alrededor del 4% de la mano de obra norteamericana. Tales fantasías, por lo exageradas, subvaloran nuestros recursos al tiempo que sobreestiman los de los japoneses. En 1989, los Estados Unidos recuperaron su posición de primer exportador del mundo, seguidos de Alemania Federal y del mismo Japón. Por otra parte, el mensaje de la reciente caída de la bolsa de Tokio es que la máquina económica de Japón no es tan terrible ni tan automática como los norteamericanos parecen imaginar.

El peligro, hoy, es político. Ambos países ven que su orgullo nacional y su dignidad están en juego en medio de la confrontación presente. Los ataques contra Japón en Estados Unidos dan lugar a un aumento de los ataques contra Estados Unidos en Japón. Este es el lógico, aunque destructivo, resultado de la tendencia tradicional de Japón a variar su política sólo después de recibir presiones del exterior ("gaiatsu").

La verdad es que Japón y Estados Unidos han sido muy útiles el uno para el otro. Pero esta verdad puede no ser suficiente si las crecientes emociones en ambos lados del Pacífico llegan a ser incontrolables.

---

### El nuevo tratado USA-Japón

("The New York Times"- "Herald Tribune", edit.)

El nuevo acuerdo comercial entre Japón y los Estados Unidos es prometedor. Japón se compromete a reducir sus barreras que dificultan las importaciones y la inversión extranjera. Norteamérica asegura que será más competitiva. Ni una cosa ni otra se alcanzará de la noche a la mañana, y algunos puntos del acuerdo no se cumplirán jamás. Pero el hecho mismo de que se haya llegado a un compromiso global puede contribuir a calmar los ánimos por ambas partes.

El acuerdo es un "informe provisional" ("interim report") sobre las largas conversaciones que se han venido celebrando a propósito de las viejas prácticas que obstaculizan el comercio entre los dos países, tales como la ley japonesa que limita el establecimiento de grandes almacenes o la ley norteamericana que no permite que los japoneses compren crudo de Alaska.

Se espera para el próximo mes de Julio el informe final de todo el proceso negociador. Lo que en definitiva vaya a resultar de todo ello se verá a continuación. El desarrollo del acuerdo exigirá la aprobación de normas políticamente polémicas en uno y otro país. Y, lo que será más difícil de conseguir, se necesitará un cambio de actitudes por parte de burócratas y de empresarios de ambos lados del Pacífico.

Los compromisos de Japón son substancialmente mayores que cuantos haya podido adquirir en el pasado. Los acuerdos anteriores se referían a productos específicos o a prácticas comerciales muy concretas. Algunas partes del nuevo acuerdo también están relacionadas directamente con cuestiones comerciales. Tal es el caso, por ejemplo, de la simplificación de los trámites de los despachos aduaneros para las importaciones que llegan a Japón. Pero el marco del acuerdo es más amplio, y afecta a materias tales como la legislación antimonopolio de este país, el sistema de formación de los

precios, la apertura de nuevos grandes almacenes, los impuestos que han de contener los costes del suelo, o los mayores gastos que este país ha de realizar en obras públicas. Se supone que todo esto ha de estimular el consumo japonés y, en consecuencia, la importación.

Los Estados Unidos, por su parte, se ha comprometido a poco más de lo que ya prevé la actual Administración: mejor educación, incremento del ahorro privado, reducción de los costes del capital y la eliminación de los recelos por la entrada de inversores extranjeros.

¿Cómo se cumplirá todo ello? El primer ministro japonés ha reconocido ya que algunos grupos de población encontrarán difícil aceptar algunas de las propuestas del acuerdo, pero también señala que los consumidores japoneses, en general, resultarían beneficiados, v.g., con la mayor variedad de productos ofrecidos por los grandes almacenes, o con los menores precios del suelo y, por lo tanto, de las viviendas. Lo que no se sabe es hasta qué punto el primer ministro conseguirá sacar adelante en la Dieta la legislación necesaria para desarrollar lo convenido. Tampoco se sabe, por otra parte, cómo reaccionará el Congreso norteamericano ante las propuestas que se le sometan, derivadas del tratado. Algunas de estas, sin duda, encontrarán una gran resistencia o serán rechazadas.

¿En qué medida contribuirá todo ello a la reducción del déficit comercial de Estados Unidos con Japón? Es imposible decirlo. El tratado puede resultar positivo en tal sentido, pero no enseguida. Lo importante es que la economía de Japón se abrirá más a la competencia extranjera, cualquiera que esta sea.

---

### Como dicen en Tokio, "Kutubare PNB"

El artículo que sigue, de Herbert Stein,(1) apareció en "The Wall Street Journal" del día 18 de Abril.

He sabido hace poco que el norteamericano medio pasa siete horas diarias viendo la televisión. Haciendo uso de la parte que me corresponde, estaba el otro día manipulando mi control remoto cuando aparecieron en la pantalla las imágenes de una sesión del Comité Económico Conjunto del Congreso. Su presidente, Lee Hamilton, estaba interrogando a Richard Darman, Director del Presupuesto ("Office of Management and Budget"). Hamilton le preguntaba a Darman cual era su opinión sobre los diferentes ingredientes de la propuesta de Dan Rostenkowsky para equilibrar el presupuesto. A medida que Hamilton leía cada una de las sugerencias sobre incrementos impositivos Darman las rechazaba diciendo que "no eran buenas para el desarrollo".

Como no conviene abusar de esos espectáculos, apreté de nuevo el botón y me encontré con Michael Boskin, presidente del Consejo de Asesores Económicos, explicando al Comité de Finanzas del Senado que la razón que aconsejaba la reducción del impuesto sobre las ganancias del capital era que "iba a promover el desarrollo".

Cambié otra vez de canal, y allí estaba John Sununu, jefe de los servicios de la Casa Blanca, diciéndole a Judy Woodruff que la razón por la que algunas personas desean un programa de defensa del medio ambiente más enérgico es porque tales personas "se oponen al desarrollo".

Así, pues, me propuse averiguar que es lo que ha convertido el "desarrollo" en la prueba del ácido por la que se juzga todo tipo de decisiones. Pronto encontré la solución. Es-

---

(1) Antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos de Nixon (1972-74), Herbert Stein es en la actualidad miembro de la junta de gobierno del American Enterprise Institute.

ta se halla en el libro santo que es el Informe Económico del Presidente, el cual en su primera página, dice los siguiente:

"El objetivo económico primordial de mi Administración es conseguir la mayor tasa de desarrollo posible. El desarrollo es la clave para el crecimiento del nivel de vida, para dejar un legado de prosperidad a nuestros hijos, para sacar de la miseria a los más necesitados y para mantener el liderazgo de Estados Unidos en el mundo".

Todo esto es fuerte. "Desarrollo" no es sólo "un" objetivo, o un objetivo "importante". Es el objetivo primordial. Y el objetivo no es sólo una elevada tasa de desarrollo: es "la mayor tasa de desarrollo posible". Además, "desarrollo" no es solamente "un" medio para conseguir una serie de cosas buenas. Es "el" medio.

Ahora bien, ¿qué significa, de verdad, el párrafo del Presidente? Porque yo quiero creer que dicho párrafo quiere decir algo. Si la política económica puede tener consecuencias distintas del desarrollo económico, y si alguna de esas otras consecuencias pueden ser buenas, ¿qué quiere decir que la mayor tasa de desarrollo posible es el objetivo "primordial"? Más concretamente: ¿significa que si la política económica "A" produce más desarrollo y menos otras cosas buenas que la política económica "B" debe elegirse siempre la política económica "A"?

Esta sería, obviamente, una posición absurda. Tomada literalmente significaría que debe elegirse la adición de la más pequeña parte de desarrollo a costa de una parte substancial de cualquier otra cosa buena. Por supuesto, no es esto lo que la Administración quiere decir. A continuación del párrafo citado, el Presidente enumera las medidas de política económica que propone para conseguir su objetivo. La primera es "reducir el endeudamiento del gobierno mediante la disminución del crecimiento del gasto federal, al tiempo que el desarrollo económico aumentará los ingresos hasta conseguir el equilibrio presupuestario, lo que conducirá a la reducción de la deuda

nacional".

Pero si ese es el camino hacia un desarrollo mayor no lo es hacia el mayor desarrollo posible. Este exigiría no sólo la disminución del crecimiento del gasto federal sino también una severa reducción de lo gastado en Seguridad Social, Medicare, subvenciones a la agricultura, defensa y otras muchas cosas, con el fin de eliminar más rápidamente el déficit y de conseguir un mayor superávit fiscal. Supongo que no es esto lo que propone la Administración ya que no está dispuesta a sacrificar algunos otros objetivos en aras del desarrollo. Ahora bien, esto equivale a decir que no tiene sentido hablar de que este es el objetivo "primordial".

Lo más importante es saber si la consagración de determinados recursos al incremento del desarrollo económico es una manera más eficaz de conseguir otros objetivos -como la seguridad nacional o la reducción de la pobreza- que la que tratara de dedicar directamente los mismos recursos a los expresados fines. La respuesta dependerá, sin duda, de los objetivos de que se trate o de los recursos que se consideren. Estoy convencido de que, en el caso de la defensa, el mayor gasto en esta fué más positivo para la seguridad nacional de lo que hubieran sido la utilización de la misma cantidad de dinero en la reducción del déficit o la disminución de impuestos. Creo además que esto es también así si se trata de reducir la pobreza o de ejercer el liderazgo internacional.

<...>

En definitiva, supongo que cualquiera que lea entre mis líneas ve que no comparto el punto de vista de la Administración cuando califica de altamente prioritario el objetivo de un rápido desarrollo. Y esto por dos razones.

Primero, porque contemplando el panorama norteamericano no puedo creer que el rápido crecimiento del producto nacional bruto de nuestro país y el aumento del consumo del americano medio -que es a donde se dirige la mayor parte del PNB-

constituyan un objetivo de relieve.

Entre 1970 y 1988, el PNB real se incrementó en dos terceras partes, y el consumo per cápita real subió el 45%. Ahora bien, la proporción de la población pobre, según datos oficiales, no bajó. Los integrantes de las clases menos favorecidas y los que carecen de vivienda son, si no más numerosos, sí más inquietantes para nuestras conciencias. La calidad de la enseñanza constituye una gran preocupación. Lo mismo ocurre con las drogas y con la delincuencia.

Segundo, si una mayoría de norteamericanos cree que la mejora de sus niveles de vida y de los de sus hijos es un objetivo altamente prioritario, tienen en sus manos los medios con los que alcanzarlo sin implicar en ello al gobierno. Pueden trabajar más, pueden ahorrar más y pueden hacer que sus hijos estudien más.

No soy de los que creen que el gobierno no debería representar papel alguno en materia de desarrollo. Ahora bien, son los objetivos que los individuos no pueden conseguir por si mismos los que deberían ocupar en mayor medida la atención de la Administración. Estos incluyen la defensa nacional, la estabilidad política internacional, las mejoras de la infraestructura y la apertura de oportunidades para que los más pobres salgan del círculo de la pobreza.

En mi opinión, los Estados Unidos son demasiado ricos para seguir midiendo su vida en miles de millones del PNB. Para provecho de los pocos lectores que no han aprendido el nuevo lenguaje de las finanzas, el título de este artículo es un slogan que fué popular en Japón en los años 70. Significa "¡al infierno el PNB!".

---

**Entre la ira y el temor reverencial, o la invasión  
de Europa por los japoneses**

(Scott Sullivan, en "Newsweek")

De repente, en Diciembre último, la prensa europea despertó ante el peligro amarillo. "Le Nouvel Observateur", una respetada revista económica francesa, publicó un artículo editorial titulado así: "Los japoneses son unos asesinos: cómo han organizado, pacientemente y sin piedad, el cerco y la asfixia de las economías francesa y europea". El semanario alemán "Der Spiegel", por su parte, publicaba una serie de tres artículos con este encabezamiento: "La guerra hace tiempo que dura: los éxitos, las estrategias, los objetivos y las víctimas de Japón, la máquina exportadora". Edith Cresson, la ministra francesa de Comercio Exterior, lo decía con estas palabras: "Los japoneses, lanzados a la destrucción de nuestra industria".

Los ataques contra Japón están de moda en Europa, especialmente en Francia y en Alemania. Pero tras ello hay una admiración irremediable por la agudeza y por el éxito de Japón. Incluso esta ola de comentarios hostiles incluía un tributo a la inteligencia, a la capacidad de trabajo y a la visión a largo plazo. Las actitudes de Europa ante la amenaza japonesa, por lo demás, varían sustancialmente según las regiones y según los grupos empresariales. En Gales y en Cataluña, donde la inversión japonesa ha supuesto la creación de miles de puestos de trabajo, la nipofilia es la regla y las críticas son la excepción. Los fabricantes de electrónica de consumo califican la invasión japonesa en términos apocalípticos. Las destilerías de whisky escocés o de coñac, en cambio, así como los fabricantes de artículos de viaje o de coches deportivos, ven en los japoneses unos clientes potenciales que se debe respetar.

Siempre desde finales de la década de los 70 los empresarios europeos se han quejado de las prácticas comerciales y de la agresividad de Japón SA. Pero ese sentimiento hostil se in-

crementó el año pasado cuando el empresariado y los medios de información se dieron cuenta del volumen de la inversión japonesa en los 12 países comunitarios. A lo largo de los tres últimos años, las inversiones japonesas en Europa, en efecto, se quintuplicaron, pasando de 2 a 10 m.m. de dólares. Seis grandes bancos japoneses están ahora registrados en la relativamente pequeña bolsa de París. La compañía de fibras textiles Toray compró la tejeduría de Samuel Courtauld el año pasado. Toyota fabrica coches en Hanover. Suzuki y Nissan tienen fábricas en España.

La lista no se acabaría nunca, y la verdad es que también resulta algo engañosa. En un esfuerzo por establecer una cabeza de puente en Europa antes de que la Comunidad complete el gran mercado interno en 1992, las empresas japonesas han estado gastando lo que los europeos consideran grandes sumas en inversiones en la CEE. Para unos japoneses que cuentan con unos enormes recursos, sin embargo, Europa es sólo una de varias áreas prometedoras. Sólo una cuarta parte de las inversiones de Japón en el extranjero se destina a Europa, si bien esto supone un aumento sobre lo que eran hace tres años, en que el porcentaje apenas alcanzaba el 17%. Además, los japoneses han tenido mucho cuidado en no enajenarse el favor de la opinión pública europea. No han llevado a cabo ni una sola OPA hostil en todo el año 1989. Empresarios y ejecutivos japoneses insisten en que quieren ser unos buenos ciudadanos europeos.

No obstante, olas de resentimiento han seguido acompañando a cada operación inversora realizada por Japón en Europa, con lo que se ha repetido, unos años más tarde, el fenómeno que se había producido con anterioridad en Norteamérica.

El último problema de Europa en relación con Japón es consecuencia de la propia construcción europea. Cuando, en 1993, esté constituido el mercado único, las industrias establecidas dentro de la Comunidad podrán vender en los 12 países miembros sin necesidad de pagar aranceles. Esto está bien. Pero como empresas japonesas de sectores tan decisivos y delicados como los seguros, el automóvil y los circuitos electrónicos se hallan ya

establecidas en países europeos, los eurócratas de Bruselas temen que una vez esté en marcha el mercado único los japoneses van a fabricar los elementos esenciales de sus máquinas y aparatos en su país para enviarlos luego a plantas de montaje en Irlanda o en España para el ensamblaje final.

Para hacer frente a este peligro la Comisión propone que cada producto que haya de venderse en la Comunidad como "fabricado en Europa" habrá de contener una determinada proporción de "contenido local". Los japoneses aceptan esta condición, pero países europeos tales como Francia, España, Portugal e Italia entienden que tales propuestas no van lo suficientemente lejos. Cada uno de los cuatro países citados limita unilateralmente el número de coches japoneses que pueden venderse y pretenden mantener su contingentación incluso después de 1992. Alemania, Gran Bretaña y el Benelux, en cambio, se inclinan por la abolición progresiva de los contingentes existentes. Así, pues, la Comunidad se encuentra en la desagradable situación de no contar con una política común para negociar con Japón en estas materias.

La confrontación entre el norte y el sur sobre cómo tratar a los japoneses puede convertirse en una mal crónico de las relaciones intraeuropeas. Mientras tanto, las quejas amargas (y las manifestaciones de secreta admiración) consecuencia de la penetración japonesa van a continuar. Pero los europeos, incluso algunos de los que más se quejan, saben que no podrán contener indefinidamente la presión comercial de Japón. Alain Gomez, presidente del gigante electrónico francés Thomson, se hizo notar el año pasado cuando llamó "mentirosos" a los japoneses. Pues bien, hace poco Thomson llegó a un acuerdo con Toshiba para fabricar conjuntamente aparatos de vídeo en Singapur. Daimler-Benz y Mitsubishi han anunciado un convenio de colaboración del que resultará un conglomerado automovilístico de escala mundial. Ya que no se puede vencer a los japoneses, los europeos, discretamente, han optado por aliarse con ellos.

---

### Es hora de decir adiós al acuerdo del Louvre

El artículo que sigue, de Martin Feldstein (1), apareció publicado en "Financial Times" de 29 de Marzo.

Cuando los ministros de Hacienda de los Siete Grandes países industriales se encuentren en París, próximamente, recordarán sin duda la reunión del Louvre celebrada hace tres años, en la que se decidió una política de tipos de cambio estables para el dólar, el yen y el DM.

Si analizan la situación honestamente llegarán a la conclusión de que el acuerdo del Louvre ha sido un fracaso y que la política de los tipos estables es la responsable de muchos de los problemas con que hoy se enfrentan dichos países: persistentes desequilibrios de las balanzas comerciales, evolución insatisfactoria de los cambios y subida de los tipos de interés.

El acuerdo del Louvre, erróneamente, pretendió estabilizar los tipos de cambio a unos niveles que implicaban la permanencia de desequilibrios comerciales masivos. A tales tipos, el déficit comercial de Estados Unidos iba a seguir reduciéndose durante un año más, después del acuerdo, como respuesta retardada a la caída del dólar que se produjo en 1985 y 1986, pero la mejora debía interrumpirse enseguida.

El acuerdo del Louvre ha resultado contraproducente porque el objetivo de unos cambios nominalmente fijos es un error en un mundo con diferentes tasas de inflación. Tres razones, distintas pero interrelacionadas, lo explican. La más evidente es que la combinación de tipos de cambio nominales fijos y de tasas de inflación diferentes implica unos tipos reales cambiantes. Y son estos, más que los tipos nominales, los que

---

(1) El profesor Martin Feldstein, ex-presidente del Consejo de Asesores Económicos de Reagan, preside en la actualidad el National Bureau of Economic Research.

influyen en las importaciones y en las exportaciones. La fijación de unos tipos nominales da lugar a que los tipos reales varíen de una forma carente de toda racionalidad económica.

En la práctica, el nivel sobrevalorado establecido inicialmente para el dólar en 1987 se ha visto elevado aún más durante los pasados tres años al subir los precios de Estados Unidos en relación con los de Japón y de Alemania. El simple mantenimiento de los mismos tipos de cambio reales de las fechas del acuerdo hubiera exigido que el dólar bajara en un 3% anual frente al yen y frente al DM.

Si un tipo de cambio de alrededor de 130 yens por un dólar (el centro de la banda-objetivo, según se ha venido diciendo, aunque nunca de forma oficial) hubiera sido correcto a principios de 1987, el correspondiente tipo, hoy, debería ser 1 dólar = 120 yens. Por consiguiente, el tipo actual de más de 150 yens por un dólar significa que el yen estaría hoy subvaluado en un 25% incluso en el caso de que los niveles iniciales hubieran sido bien establecidos. Dado que el nivel inicial del dólar fué demasiado elevado, el grado de sobrevaloración del dólar en la actualidad es todavía mayor.

No puede sorprender que el enorme déficit comercial de Estados Unidos con el resto del mundo se redujera sólo en menos del 10% entre 1988 y 1989, y que las predicciones para 1990 sean aún más discretas. Por otra parte, el déficit comercial con Japón ha permanecido inalterado a alrededor de 50 m.m. de dólares desde 1988.

Pero incluso el objetivo de un tipo de cambio nominal estable estaba condenado al fracaso. La razón, una vez más, es la inadecuación de unos cambios fijos en un mundo de tasas de inflación desiguales. Cuando los mercados financieros funcionan como deben, una diferencia sostenida de las tasas de inflación implica una diferencia similar de los tipos de interés. Esta diferencia de los tipos de interés compensa a los inversores de la pérdida de poder de compra que resulta de la inflación y equilibra la depreciación nominal esperada de la moneda del país con una tasa de inflación más elevada.

Ahora bien, cuando los inversores creen que los tipos de cambio nominales permanecerán estables, las diferencias de los tipos de interés dan lugar a una subida de la moneda del país donde la inflación es mayor. Esta tendencia lleva al tipo de cambio real incluso más allá del nivel necesario para equilibrar el comercio. Esto es exactamente lo que ha estado ocurriendo en los dos últimos años.

Aunque la mayoría de los analistas y de los operadores del mercado creían que el dólar estaba sobrevalorado en el momento de la reunión del Louvre y que continuaría cayendo como lo había hecho durante los dos años precedentes, los Estados Unidos apoyaron la llamada del G-7 en favor de la estabilidad del dólar con una pronunciada subida de los tipos de interés en 1987, al tiempo que Japón y Alemania bajaban los suyos respectivos. Esto bastó para estabilizar el dólar hasta que el "crash" de la bolsa de Octubre de 1987 hizo que los Estados Unidos abandonaran el objetivo del tipo de cambio y dejaron que los tipos de interés bajaran.

Sin embargo, a principios de 1988, cuando se vió bastante claro que la caída de la bolsa no iba a provocar una recesión, la Reserva Federal empezó de nuevo a contraer la política monetaria, y tanto Norteamérica como el resto de los 7-G volvieron a propugnar la estabilidad de los tipos de cambio; y a pesar de que muchos inversores se mostraron escépticos en cuanto a la posibilidad de que esto pudiera conseguirse (salvo utilizando políticas severas que nadie parecía dispuesto a emplear), al final tales inversores acabaron creyendo que sí se iba a conseguir tal estabilización, y que esta podía ser duradera.

Un inversor que crea que los tipos de cambio permanecerán estables querrá, obviamente, comprar los bonos con el tipo de interés más elevado. A principios de 1988, un bono del Estado japonés a largo plazo rendía menos del 5 por ciento, mientras que un bono similar norteamericano ofrecía un interés del 9%. La demanda resultante de bonos en dólares incrementaba inevitablemente el valor nominal del dólar respecto al yen. Desde principios de 1988 el valor nominal del dólar ha subido

el 20% frente al yen y el 10% frente a la media de las monedas de los otros países industriales.

En resumen: la casi seguridad de que el dólar no se depreciará hace imposible detener la subida del dólar cuando la mayor tasa de inflación de Estados Unidos mantiene los tipos de interés de este país más altos que los tipos de interés de los otros países. En efecto, si bien la mayor tasa de inflación de Estados Unidos significa que el dólar debería bajar en términos nominales justo lo necesario para mantener su competitividad presente, el acuerdo de Louvre da lugar a que la situación evolucione en la dirección opuesta.

En verano de 1989 el dólar subió casi a los 2 DM y a los 160 yens. Los 7-G, en su reunión del otoño del mismo año, convinieron que el nivel del dólar era incompatible con los objetivos a largo plazo. Con todo, en vez de dejar públicamente claro que habían abandonado los compromisos del Louvre, el comunicado final reafirmaba su deseo de asegurar la estabilidad del dólar.

Aunque el comunicado era ambiguo, las intervenciones masivas en los mercados de cambios en las semanas que siguieron a la reunión no dejaron ninguna duda de que lo que se deseaba era que el dólar volviera a la banda convenida. Pero después de una breve fase de ajuste, las intervenciones cesaron y el énfasis se puso de nuevo en la estabilidad del dólar.

Una vez más, las presiones del mercado han conducido a la subida del dólar frente al yen. Si esta tónica persiste, el único resultado será un progresivo deterioro del desequilibrio comercial entre Estados Unidos y Japón.

La relación entre el dólar y el DM se ha visto, naturalmente, afectada poderosamente por los acontecimientos del Este europeo y la eventualidad de la unificación alemana. Las perspectivas de una pronunciada subida de las exportaciones alemanas al Este dió lugar a un fortalecimiento del DM y a una subida de los tipos de interés reales de Alemania. Más recientemente, las incertidumbres y los temores de inflación que acompañan a la unión monetaria de las dos Alemanias se han traducido en un ligero debilitamiento del DM y en una mayor

subida de los tipos de interés alemanes. En la actualidad, los tipos de interés de Estados Unidos y de Alemania se hallan, esencialmente, a la misma altura, lo que hace que los incentivos para comprar bonos de E.U. o, por el contrario, alemanes, sean los mismos. Pero si el período de transición presente deja los tipos de interés alemanes por debajo de los de Estados Unidos, la presión en favor de una apreciación del dólar volverá inmediatamente, y se mantendrá en tanto en cuanto los mercados financieros crean que los Estados Unidos y Alemania no permitirán que el dólar se deprecie frente al DM.

Hay un tercer efecto del acuerdo del Louvre. La casi seguridad de unos tipos de cambio estables lleva a los inversores de cartera internacionales a preferir bonos nominados en las monedas que ofrecen los más elevados tipos de interés nominales, independientemente de las diferencias de las tasas de inflación. Esto no sólo da lugar a una acumulación de distorsiones monetarias sino que empuja a los tipos de interés nominales de los diferentes países hacia el mismo nivel, sin tener en cuenta las tasas de inflación internas. Esto hace que los tipos de interés reales se eleven más en el país con una menor tasa de inflación, es decir, en aquel donde es menos necesaria una política monetaria restrictiva.

Dicha convergencia artificial de los tipos de interés nominales refleja tanto la presión del mercado como las acciones de las autoridades. Cuando los inversores privados venden bonos en yens y compran bonos en dólares, automáticamente elevan los tipos de interés del yen y reducen los de Estados Unidos.

En 1988, los tipos de interés a un año, para el yen, eran casi cinco puntos porcentuales inferiores a los correspondientes para el dólar. La diferencia es ahora sólo de un poco más de un punto. Los tipos de interés alemanes también han subido, elevándose de alrededor de cuatro puntos porcentuales por debajo de los del dólar a un poco por encima de los de este. El rápido aumento de los tipos japoneses en los últimos meses ha sido sin duda una de las causas de las masivas ventas que se han producido en la bolsa de Tokio.

Además de todo lo dicho sobre la incongruencia de unos tipos de cambio fijos en un mundo con diferentes tasas de inflación, hay todavía una razón más fundamental para rechazar el acuerdo del Louvre sobre los cambios fijos. Las condiciones económicas varían a lo largo del tiempo de forma que exigen cambios en los tipos de cambio. Por ejemplo, si los precios del petróleo suben, los países más dependientes de las importaciones de este producto deben procurar que sus monedas bajen para así poder compensar la citada circunstancia con alteraciones de otras partidas de su exportación o de su importación. Si los tipos de cambio nominales no pueden alterarse en respuesta a tales variaciones en los costes potenciales de la importación y en los costes y condicionamientos de la exportación, las economías internas deberán sufrir una inflación innecesaria o una reducción de la actividad económica.

Cuando los ministros de Hacienda se reúnan los próximos días en París, deberían, con toda la corrección que se quiera, decir adiós, definitivamente, al acuerdo del Louvre. Su comunicado, además, debería reiterar lo que ya dijeron en Septiembre, esto es, que el dólar está demasiado alto para ser compatible con una evolución satisfactoria de la economía a largo plazo. También deberían expresar su deseo de que los tipos de cambio, en el futuro, se ajusten gradualmente de forma que reflejen las variaciones que se produzcan en los costes de producción nacionales, así como en los otros factores fundamentales que influyen en las importaciones y en las exportaciones. Para terminar, podrían asimismo manifestar su determinación de evitar las alteraciones bruscas de las políticas monetaria y fiscal en sus respectivos países, las cuales han provocado una volatilidad innecesaria de los tipos de cambio en los años 70 y 80.

---

**La reunión de los 7-G: comunicado final y comentarios**  
(*"Financial Times"*)

"Los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, Italia y Japón se han reunido en París el 7 de Abril de 1990 para intercambiar puntos de vista sobre la situación económica general.

Los ministros y los gobernadores han dado cuenta de sus políticas económicas respectivas y han valorado las perspectivas, apreciando que la expansión se ha reducido en algunos países desde la anterior reunión, situándose en unos niveles más sostenibles.

Sin embargo, las perspectivas continúan siendo globalmente buenas, con unas inversiones fuertes que proporcionan un estímulo importante a las diferentes economías. La inflación en ellas continúa bajo control y los desequilibrios exteriores se han reducido, aunque de una manera irregular según los países.

Los ministros y los gobernadores han expresado la necesidad de proseguir la estrecha colaboración entre ellos en materia de política macroeconómica y estructural, con el fin de conseguir un crecimiento sostenido, una baja inflación y una mayor estabilidad de los tipos de cambio.

A este respecto los ministros y los gobernadores se han mostrado también de acuerdo en que las presentes tasas de inflación exigen una continua vigilancia. Asimismo han estado de acuerdo en considerar que los países con déficits fiscales y corrientes deberían reducir sus déficits presupuestarios e incrementar el ahorro privado.

También mostraron su acuerdo en que los países con excedentes exteriores deberían, al mismo tiempo, seguir contribuyendo en el reajuste internacional promoviendo un crecimiento no inflacionista de la demanda interna a través de unas adecuadas políticas macroeconómica y estructural. También

mostraron su conformidad en que el ahorro debería ser promovido en todos los países a través de la utilización de las políticas estructurales apropiadas.

Los ministros y los gobernadores analizaron los acontecimientos que se han estado manifestando en los mercados financieros internacionales, en especial por lo que se refiere al descenso del yen frente a otras monedas y a sus efectos negativos para el proceso de ajuste global, decidiendo vigilar atentamente la situación. Los ministros y gobernadores han ratificado sus compromisos en cuanto a la coordinación de las políticas económicas, incluida la cooperación en los mercados cambiarios.

Los ministros y los gobernadores celebraron el proceso de reforma de los países del Este de Europa, dirigido al establecimiento de sistemas de economías de mercado. Tal proceso, a juicio de los reunidos, es el más profundo de los que se han producido en muchas décadas.

Los ministros y los gobernadores han expresado su disposición a contribuir en el éxito del proceso en curso, y esto a través de la ayuda bilateral y multilateral, apoyando las oportunas reformas susceptibles de llevar a la eliminación de los obstáculos que impiden los movimientos de capital, así como proporcionando la información y el asesoramiento que aquellos países puedan necesitar.

Los ministros y los gobernadores analizaron y valoraron los posibles efectos de dichas reformas.

Los reunidos observaron que la unión económica y monetaria de Alemania puede resultar positiva para el desarrollo global y para la reducción de los desequilibrios exteriores en Europa".

---

La opinión de C. Fred Bergsten, director del Institute for International Economics, de Washington.

(Entrevista con Lawrence Malkin, del "Herald Tribune")

**P. El Grupo de los Siete no ha anunciado nada que suponga correr en ayuda del yen japonés. ¿Era esto necesario? ¿Qué**

**falta hace acudir en defensa del yen?**

R. Creo que la evolución del Grupo de los Siete anuncia un colapso total. Los grandes países se enfrentan con dos importantes problemas. Uno de ellos es el de los tipos de cambio. Si el yen sigue devaluándose dará lugar a unos excedentes comerciales con Estados Unidos todavía mayores, lo que se producirá en detrimento de nuestra ya débil economía. En segundo lugar, los japoneses se verán sometidos a una enorme presión para que eleven los tipos de interés de forma que se contenga la progresiva caída del yen en el caso de que el mercado lo empujara para abajo. Los alemanes, por su parte, subirán casi con toda seguridad sus tipos, como consecuencia de la unificación económica. Ambas cosas juntas es casi seguro que obligarán a subir los tipos de interés norteamericanos, dada nuestra dependencia de los capitales exteriores. Nos encontramos, pues, ante una espiral de los tipos de interés como consecuencia de los acontecimientos internacionales.

**P. ¿Ve usted alguna señal de coordinación de las políticas económicas?**

R. No, no veo señal positiva alguna de coordinación de las actuaciones.

**P. ¿La pelota, pues, está ahora en campo japonés?**

R. Los japoneses se hallan ante un dilema terrible ¿Han de subir los tipos de interés para contener la caída del yen, con el riesgo de producir el hundimiento de la bolsa? ¿Deben, por el contrario, reducir los tipos para frenar la baja de esta, sabiendo que ello se traduciría en una reducción todavía mayor de la cotización del yen, con los consiguientes efectos sobre el comercio con otros países? La pasividad de los Siete Grandes podría llevar a un cambio de la política monetaria japonesa susceptible de crear unos problemas comerciales incluso mayores en el futuro.

**P. ¿Qué cree Vd. que harán?**

R. Contemporizarán durante unos días, para ver cómo reaccionan los mercados -la bolsa y los cambios- ante la actitud de los 7-G. Si la bolsa presenciara otra caída seguramente se

produciría una disminución de los tipos de interés. Pero si es el yen el que baja, los tipos de interés podrían ser elevados, aunque esto produjera un mayor deslizamiento de las cotizaciones bursátiles.

**P. Tanto los líderes norteamericanos como los de otros países se muestran confiados en cuanto a la posibilidad de controlar los acontecimientos. ¿Se siente usted también optimista?**

R. Creo que los 7-G se han mostrado excesivamente confiados al creer que una caída de la bolsa de Tokio no tiene por qué reflejarse en las otras bolsas. En un momento dado, la reducción de las cotizaciones de Tokio podría llevar a los inversores a preferir una situación de liquidez y a vender sus activos bursátiles. Esto podría afectar a otros mercados y, por supuesto, también a Norteamérica.

**P. Algunos observadores entienden que la eventual subida de los tipos de interés japoneses tendría efectos positivos para los competidores de Japón, puesto que elevaría los costes de capital en este país.**

R. Si los Estados Unidos creen que deberían propiciar una caída de la bolsa de Tokio para mejorar la competitividad norteamericana están en un gran error. Una continuada y acelerada caída de la bolsa de Tokio tendría efectos muy desfavorables en los Estados Unidos y en otros países. Y no se trata de ayudar a Japón por ser Japón. Ayudando a este país los 7-G se ayudarían también a si mismos.

**P. ¿Qué deberían haber hecho?**

R. Deberían haber conseguido un alto el fuego en materia de tipos de interés, tratando de contener su subida. Como mínimo, los Estados Unidos deberían haber indicado que no van a elevarlos más, e incluso que se proponían reducirlos algo. Esto habría reducido la presión a que se hallan sometidos Japón y Alemania, es decir, habría enfriado un poco la atmósfera en materia de tipos de interés, permanente amenaza contra la expansión mundial. Esto, además, habría fortalecido al yen, con lo que se habrían reducido los peligros que amenazan la estabilidad de los mercados financieros.

**P. ¿Por qué los Estados Unidos no han tomado una iniciativa en tal sentido?**

R. Las autoridades norteamericanas, obviamente, no piensan todas lo mismo sobre lo que debe hacerse. Además, ni el Tesoro ni la Reserva Federal valoran adecuadamente los riesgos internacionales existentes. La historia nos dice que lo único que puede convencerles es la crisis real y efectiva. Por esto han de actuar siempre ante los hechos consumados, en vez de tratar de evitarlos. Hubo tres crisis importantes desde mediados de 1985 hasta mediados de 1987 que obligaron a los 7-G a actuar: el acuerdo del Plaza, el acuerdo del Louvre y el Lunes Negro. La verdad es que todas fueron respuestas muy efectivas, pero fueron respuestas que produjeron unos costes que podrían haberse evitado si se hubiera actuado a tiempo. Lo que debían haber hecho el pasado fin de semana era retroceder a la etapa 1985-87, en que coordinaron realmente tanto los tipos de interés como los tipos de cambio para hacer frente a las crisis. Esto es lo que debían haber hecho ahora para evitar la próxima.

---

Bajo el título "Poco hay que temer de lo que ocurra en Tokio", un editorial del "New York Times"- "Herald Tribune" dice lo siguiente:

Los mercados financieros de Tokio están alterados. Desde principios de año las acciones japonesas han bajado casi un 30%, mientras que el yen lo ha hecho alrededor de un 10%. Preocupados con la posibilidad de que el caos se propagara, los ministros de Hacienda de los siete países más industrializados pusieron el tema en el primer lugar del orden del día de la reunión que iban a celebrar en París. ¿Qué es lo que los ministros, en su reunión, se comprometieron a hacer? Nada. Y la verdad es que estuvieron acertados.

Norteamericanos y europeos tienen poco que temer por lo

---

que ocurra en los mercados financieros de Japón. Hasta ahora, las cotizaciones de Wall Street no se han visto afectadas. Pero incluso en el caso de que las acciones y los bonos norteamericanos empezaran a bajar, la Reserva Federal tiene instrumentos suficientes -como se demostró en 1987- para mantener la economía en marcha.

Siempre resulta aleatorio especular por qué las bolsas suben y bajan. Sin embargo, es indudable que el colapso de los valores japoneses se debe en parte a la subida de los tipos de interés, que hace que aquellos sean más caros de comprar o de conservar. Pero cualquiera que sea la razón, no son pocos los norteamericanos que piensan que las turbulencias alcanzarán a Wall Street y que después se generalizarán hasta afectar a toda la economía. Estos temores no tienen fundamento.

En la reunión de París los Estados Unidos pudieron haber cedido ante la presión japonesa comprometiéndose a apuntalar al yen, lo que se habría podido conseguir reduciendo los tipos de interés norteamericanos y, por consiguiente, haciendo que el dólar resultara menos atractivo. Ahora bien, como sea que esto, con toda probabilidad, habría estimulado la inflación interna, los Estados Unidos hicieron bien en rechazar las pretensiones de Japón.

Los colapsos financieros deben evitarse, pues siempre producen víctimas. Pero no tienen por qué convertirse en desastres generalizados.

---

### Las reservas mínimas bancarias

(Peter Norman, en "Financial Times")

Ocurre con alguna frecuencia que un acreditado instrumento de política económica de un país es sacado del cuarto de los trastos viejos en otro, convirtiéndose de repente en objeto de inusitado entusiasmo en este.

Esto es lo que parece estar ocurriendo con la exigencia de unas reservas mínimas, es decir, con los depósitos sin interés que los bancos de Alemania Federal están obligados a situar en el Bundesbank.

Tales reservas, que en Enero ascendían al 4'9 por ciento, aproximadamente, del pasivo de los bancos alemanes, eran en otras épocas un arma importante en el arsenal del Bundesbank. En los años 80 su peso declinó apreciablemente. Pero el caso es que tal instrumento está siendo cada día más defendido en Gran Bretaña como medio para contener el gran apetito de crédito que siente el sector privado sin necesidad de acudir al doloroso remedio de un incremento de los tipos de interés.

Las reservas mínimas tienen ciertos atractivos como utensilio para el control monetario y crediticio. Subiéndolas o bajándolas un banco central puede transmitir al sistema bancario una señal clara de sus deseos de reducir o, por el contrario, de expandir el crédito.

Ahora bien, puede dudarse que unas exigencias de reservas mínimas suponen un control efectivo del crédito y que pueden evitar el incremento de los tipos de interés. Las autoridades británicas creen que los bancos de su país, enfrentados con unas mayores exigencias de reservas mínimas, competirían con mayor ardor aún por conseguir depósitos, elevando para ello los tipos.

El punto de vista oficial fué expuesto con claridad por Robin Leigh-Pemberton, el gobernador del Banco de Inglaterra, en una conferencia reciente. "Las reservas mínimas no son una

alternativa a los tipos de interés. Si acaso, son una alternativa -por lo demás innecesaria- a otros medios existentes para influir en los tipos de interés", dijo el gobernador.

Ahora bien, si los británicos son tan escépticos sobre las reservas mínimas, ¿porque las utilizan el Bundesbank y otros bancos centrales? Una respuesta parcial sería la inercia: muchas autoridades monetarias quieren conservar ciertos instrumentos para el caso de que puedan resultarles útiles algún día.

Las reservas mínimas no dejan de tener opositores dentro del Bundesbank. Estimulan a los bancos a aumentar sus actividades y su presencia en los refugios fiscales. Las reservas mínimas alemanas, de hecho, han sido en buena parte la causa del crecimiento de Luxemburgo -donde, como en Gran Bretaña, no existe exigencia alguna en este campo- como centro de operaciones en Euro-Deutsche marks.

Sin embargo, un artículo en el boletín mensual del Bundesbank de Marzo subrayaba que la mayoría de los bancos centrales tienen establecido algún tipo de exigencia en materia de reservas mínimas, y esto no sólo por razones históricas. El Banco Nacional de Bélgica, v.g., fué autorizado en 1988 para adoptar tal instrumento, si bien no lo ha hecho aún. Según el Bundesbank, las reservas mínimas podrían crecer en importancia si todos los bancos centrales de la Comunidad las adoptaran como instrumento de actuación en su camino hacia la Unión Monetaria.

Pero el Bundesbank también manifiesta que ha utilizado las reservas mínimas con mucha menor frecuencia a partir del colapso, en 1973, del sistema de cambios fijos de Bretton Woods, prefiriendo controlar al mercado del dinero a través de operaciones de "open market".

Esto puede explicar que la proporción de las reservas mínimas haya permanecido invariable en Alemania desde Febrero de 1987, a pesar de las restricciones impuestas a la política monetaria como consecuencia del acuerdo del Louvre, del "crash" de Wall Street y del resurgir de la inflación en los grandes países industriales.

El Banco de Inglaterra está autorizado para exigir ciertas

---

reservas mínimas en forma de depósitos especiales de los bancos, pero tales depósitos producen intereses. En cualquier caso, las autoridades monetarias británicas dudan que tales exigencias puedan tener efectos psicológicos positivos en los bancos o en sus clientes.

John Major, el ministro de Hacienda, fué interpelado recientemente en los Comunes a propósito del crecimiento del crédito y de las reservas mínimas. En su respuesta, y después de aludir a la afición de los británicos al crédito, a pesar de los elevados tipos de interés, hizo observar que mientras en el Reino Unido 5 libras de renta adicional parecían convertirse automáticamente en 25 libras más de crédito, en otros países 5 libras de nuevos ingresos se convierten en 5 libras de un nuevo ahorro.

Es poco probable que cualquier exigencia en cuanto a reservas mínimas pueda hacer variar esta situación.

---

**La evolución -en alza y positiva- de los tipos de interés**

(Karen Pennar, en "Business Week")

¿Son siempre malos los elevados tipos de interés reales? Como suelen decir los economistas, depende. Depende, desde luego, de si uno es prestamista o prestatario. Pero depende también -y esto es más importante- de las razones que hacen que los tipos reales permanezcan altos.

Los tipos de interés son el precio del dinero. Al igual que otros precios, se ven afectados por el principio fundamental de la oferta y de la demanda. Si el ahorro desciende, los tipos reales suben, pues la masa de capital -la oferta de crédito- se reduce. Pero si los tipos reales aumentan porque el capital es utilizado más eficazmente -y, por consiguiente, es más solicitado por inversores ansiosos de conseguir unos mayores rendimientos- eso sólo puede conducir a un mayor crecimiento y a un más elevado nivel de vida. Si bien el descenso del ahorro representó un papel importante en la subida de los tipos de interés reales en los años 80, es la fuerza positiva de una mayor demanda de crédito la que mantendrá los tipos altos en los próximos años. "En los años 90, los elevados tipos de interés reales reflejarán el creciente potencial productivo derivado de la reestructuración que contemplamos en Estados Unidos y de las reformas que se están llevando a cabo en otros países", ha dicho J. David Germany, acreditado economista de Morgan Stanley & Co.

La década, desde luego, se inicia con un golpe de efecto. Los tipos reales para nueve países industrializados podrían ser, en promedio, del 5'6% este año, según estimaciones de Robert J. Barro y Xavier Sala i Martin, de la Universidad de Harvard. Esta presión alcista es debida a algunas circunstancias especiales. Para empezar, el continuado crecimiento económico en todo el mundo propaga el temor de que el elevado consumo y las nuevas tensiones sobre la capacidad

productiva harán subir los precios. Como respuesta, la mayoría de los bancos centrales se han mostrado duros y los tipos han subido. Es verdad que el Banco de Japón ha resistido las acciones agresivas, pero así y todo se ha visto forzado a subir los tipos, y podría tener que elevarlos aún más.

Dado que los mercados de capitales se hallan muy integrados, existe la preocupación de que las presiones en un mercado concreto puedan manifestarse rápidamente en otro. Ahora bien, por lo menos en algunos casos, una subida de los tipos de interés reales puede ser el único síntoma del riesgo que corra un país dado, y sólo este. Por lo tanto, el efecto puede que no se extienda a otros países. Hoy, por ejemplo, los inversores temen que la unificación económica y monetaria de Alemania pueda provocar allí inflación. Los tipos de mercado han subido ya cerca del 9%, más de 5 puntos porcentuales por encima de la tasa de inflación presente. El economista David H. Resler, de Nomura Securities International Inc., sostiene que los inversores advierten una amenaza de inflación en la economía alemana, razón por la cual han elevado los rendimientos para compensar los riesgos que asumen allí. Si la inflación alemana se materializa, quedará claro, "ex post facto", que los tipos reales no eran tan altos como parecen serlo ahora.

Estos temores inflacionistas oscurecen las superiores fuerzas de la oferta y la demanda que en definitiva determinarán el curso de los tipos reales a lo largo de la década. Primero, oferta. En general, los economistas creen que el ahorro mundial, o la oferta de crédito, se mantendrá estable o tal vez crecerá algo en los años 90, con lo que no habrá motivo para grandes cambios en el coste real del dinero.

En Estados Unidos el ahorro podría muy bien crecer. Algunos economistas -y muy principalmente Edward E. Yardini, de Prudential-Bache Securities Inc.- prevén que el ahorro personal subirá en Estados Unidos hasta alcanzar el 10% en los próximos años, frente al mínimo del 3'3% de 1987 y al presente 5'7 por ciento. A medida que envejeczan los "baby boomers" estos ahorrarán más, dice Yardini. Pero no todo el mundo comparte

esta opinión. "Como se sabe, la gente de más de 65 años ahorra menos, como también ahorra menos la población de menos de 25 años. Lo que no sabemos con certeza es lo que hace la gente entre esas dos edades, a medida que va siendo mayor", ha dicho Benjamin M. Friedman, de Harvard.

Incluso en el caso de que el ahorro suba en Estados Unidos, puede que este baje en Japón. La tasa de ahorro personal en este país se ha reducido ya del 16'4% en 1986 al 14% en 1989, y lo más probable es que descienda todavía más en los años próximos. El principal factor que hace descender la tasa es el envejecimiento de la población japonesa. En el año 2000, la proporción de retirados de Japón habrá aumentado del 12% actual al 17%. En los Estados Unidos, los jubilados suponen hoy el 12'7% de la población, y representarán el 12'9% al final de siglo. Paralelamente, el consumo japonés aumenta, y puede subir entre un 4 y un 5 por ciento anual durante la década. En otros países, las perspectivas del ahorro son variadas, si bien Friedman prevé un mayor ahorro en el Este europeo, en la medida en que las reformas económicas estimulen el crecimiento, propicien el aumento de las rentas y proporcionen incentivos para ahorrar.

Lo que es indudable, con todo, es que la fuerte demanda mantendrá alto el coste del dinero, al margen de la inflación. "Existe una tremenda demanda de recursos de cara a la reconstrucción económica de la Europa oriental", comenta el economista Stephen R. Waite, de Morgan Stanley. Las estimaciones de los fondos necesarios se clasifican entre grandes y gigantescas. Sólo el coste de la reunificación alemana, incluyendo tanto el gasto público como el privado, podría alcanzar los 500 m.m. de dólares, aunque algunas estimaciones son inferiores. Y el coste de elevar los niveles de vida de la Europa del Este a los del Oeste podría situarse entre los 6 y los 12 billones de dólares a lo largo de la década, ha dicho Catherine McDonough, economista de Merrill Lynch Capital Markets.

La demanda debería seguir también elevada en el resto del

---

mundo. En Estados Unidos -dicen los economistas de Morgan Stanley- años de reestructuración empresarial han hecho a las sociedades más productivas y más rentables. Esto significa que los rendimientos de las inversiones se han elevado, cosa que se reflejó en la subida de los precios de las acciones durante la mayor parte de los años 80. En un estudio reciente, Barro y Sala i Martin, de Harvard, consideran los precios de las acciones como equivalentes ("a proxy") a la demanda mundial de crédito. Su conclusión es que los mercados mundiales en alza indican que la productividad del capital ha estado subiendo. Y es este incremento de la productividad el que ha originado principalmente la subida de los tipos reales en los años 80.

Por supuesto, el mercado bursátil de Estados Unidos se encuentra en los mismos máximos alcanzados en 1987, y el de Tokio ha vacilado. Pero los economistas creen que la reciente reestructuración empresarial en Estados Unidos y las que se preparan en Europa seguirán traduciéndose en una mayor eficacia y continuarán alentando el crecimiento. Esto haría que la demanda de crédito siguiera siendo alta y que los tipos reales se mantuvieran cerca del 4%.

Esto nos sitúa lejos de los años 70, en que la regulación financiera sujetaba los tipos nominales al tiempo que los tipos reales ofrecían un signo negativo como consecuencia de la gran inflación. Todo parece indicar ahora que los tipos reales serán altos en los años 90, y esto por razones todas ellas aceptables. Recuérdenlo cada vez que tuerzan el gesto ante los tipos de interés que les pida su banquero.

---

EL ARTICULO DEL MES

---

EL BBV Ó LA GUERRA ENTRE DOS BANCOS  
PHILIP SINGTON



**El BBV o la guerra entre dos bancos**

(Philip Sington en "Euromoney" de Marzo)

Después de describir la serie de acontecimientos e incidencias que van desde la muerte de Pedro de Toledo hasta la aceptación del "laudo" del gobernador del Banco de España sobre la presidencia del BBV, Sington escribe:

Las implicaciones de la crisis (provocada por la lucha por la presidencia) son profundas. El BBV es la primera entidad financiera española y el único banco considerado grande a nivel internacional. Aunque España es la décima economía de la OCDE, su sector financiero sigue estando muy fragmentado. Los bancos más importantes de España son casi siempre menores que sus equivalentes de países tales como Holanda y Austria. Y lo que es aún más importante, el BBV alcanzó su dimensión a través de una fusión, lo que es excepcional en España para un banco de esa entidad.

El BBV, por consiguiente, encarna la idea, todavía del agrado de los círculos oficiales, según la cual los bancos españoles deben ser más grandes si no quieren verse marginados en el mercado único europeo, razón por la cual las fusiones deben contemplarse favorablemente. Ahora bien, el trauma sin precedentes por el que ha pasado el BBV ha hecho que tal idea sea ahora menos popular que nunca en el seno de la comunidad financiera. Pero la verdad que se esconde detrás de la crisis dice más sobre la forma cómo las fusiones deben o no deben llevarse a cabo, o sobre la manera cómo el gobierno dirige el sector bancario, que sobre la competitividad de los mismos bancos.

Los orígenes de la crisis del BBV se remontan a los primeros días del acuerdo de fusión y a las circunstancias que lo rodearon. La figura clave fué José Asiaín, entonces presidente del Banco de Bilbao. En aquellos días, Asiaín gozaba de una elevada reputación como una de las figuras señeras de la

banca española. Con anterioridad profesor de economía y miembro de la Academia de Ciencias Morales y Políticas, una de las más prestigiosas instituciones académicas españolas, había alcanzado la cúspide del BB a pesar de no tener lazos de sangre con las grandes familias vascas. Hasta la elección de Asiaín, prácticamente todos los miembros del consejo pertenecían a alguna de esas familias, al igual que todos los presidentes anteriores. Desde su puesto, Asiaín dirigió una fase de considerable expansión del BB. En especial, consolidó su posición como el más internacional de los bancos españoles, estableció sólidas relaciones con el sector empresarial y desarrolló muy efectivamente los servicios de inversión bancaria ("investment banking services").

Asiaín se esforzó también en la modernización de la organización interna del banco, así como en la mejora de la imagen pública de este.

Donde Asiaín fué más admirado fué en los círculos gubernamentales, y mantuvo buenas relaciones con el primer ministro Felipe González. Estuvo de acuerdo con el gobierno sobre la necesidad de proceder a fusiones bancarias, y fué el único presidente de los siete grandes bancos que apoyó la idea públicamente. Muchos de dichos presidentes, en efecto, creyeron, y todavía creen, que el interés del gobierno por las fusiones era tanto de tipo político como económico.

Una persona que comparte dicho punto de vista es Eduard Ballarín, un acreditado profesor del IESE, la mejor escuela de administración de empresas de España y uno de los primeros expertos en banca del país. Desde 1986 a 1988 Ballarín estuvo al frente del nuevo departamento de planificación del Banco de Vizcaya y llevó a cabo una serie de estudios sobre fusiones bancarias. "Desde un punto de vista académico, el único argumento sólido en favor de las fusiones, en general, es que puedan dar lugar a economías de escala", afirma. "Pero en el negocio bancario las economías de escala son difíciles de encontrar, y todos los estudios que se han hecho sobre la materia han dado pobres resultados... Sin embargo, ni

experiencia en el Vizcaya me indica que esto no lo es todo. El papel del gobierno es crucial. En este caso, el gobierno se ha mostrado relativamente discreto en cuanto a las razones por las que presionó tanto en favor de las fusiones, y sospecho que sus planes eran introducir cambios en el sector bancario".

Pudo ocurrir que el partido socialista en el poder contemplara a los siete grandes bancos como un cuasi-cartel. Y es verdad que los altos ejecutivos de los grandes bancos se veían con frecuencia y que tenían relaciones muy amistosas. Por consiguiente, la primera preocupación del gobierno no fué conseguir el engrandecimiento de las entidades bancarias españolas sino la ruptura del viejo molde y la instauración simultánea de un mayor grado de competencia en el sector.

"Si este fué el objetivo del gobierno", dice Ballarín, "sin duda lo ha conseguido, puesto que la competencia bancaria es ahora más feroz de lo que era el caso cuando existía un mayor equilibrio entre los principales bancos".

Sea lo que fuere lo que el gobierno persiguiera, lo que parece claro es que el tipo de fusiones que habría deseado eran las susceptibles de unir los bancos menores y más competitivos con los más grandes. Esto fué exactamente lo que quiso hacer Asiaín. Su primera intención fué fusionarse con el Hispano Americano, en curso de recuperación y subvalorado en el mercado. Pero el presidente del Hispano, Claudio Boada, rechazó la idea. Francisco Bosch, a la sazón jefe del departamento de planificación de dicho banco, explica por qué. "Habíamos estudiado todas las posibilidades de fusión y habíamos llegado a la conclusión que lo único positivo hubiera sido la unión con el Banesto o, tal vez, con el Popular... Si quieres que la fusión sea un éxito debes unirte con un banco que sea parecido al tuyo, de una dimensión, de un tipo de actividades y de una cultura similares".

Dado que el gobierno y el Banco de España apoyaban la idea, el Hispano no creyó oportuno oponerse a la fusión como principio. En cambio, Boada dificultó las cosas entrando en negociaciones para su fusión con el Central y fijando

condiciones absurdas para su eventual unión con el Bilbao. Insistió, por ejemplo, en que la sede del banco fusionado debería establecerse en Madrid, y no en la capital vasca.

Cuando quedó claro que el Hispano no quería cooperar, Asiaín se dirigió rápidamente hacia otro objetivo: el Banesto. La principal diferencia en este caso fué que se decidió por una OPA hostil. Las noticias de esta iniciativa fueron recibidas con gran satisfacción, y no sólo por el gobierno sino también por la prensa y por las personas de peso del país. La absorción parecía un hecho, pero circunstancias en cierto modo anecdóticas la hicieron abortar. Una de ellas, por ejemplo, fué que la noticia de la OPA fué comunicada, erróneamente, al vicepresidente López de Letona y no al presidente Guernica, y fué aquel, por consiguiente, el que la hizo llegar a los otros directivos de su banco. Esto resultó importante porque López de Letona, según se creía, había sido nombrado a instancias del gobierno, por lo que se pensó que estaba a favor de la fusión. A partir de aquí fué fácil concluir que Letona, el gobierno y Asiaín conspiraban juntos. Esto provocó la reacción del Banesto que condujo al acceso a la cúspide de este del joven y decidido Mario Conde.

La campaña de Conde contra el Bilbao, coronado por el éxito, fué mucho más humillante para Asiaín que el rechazo del Hispano. El fracaso de Asiaín, además, resultó todavía más amargo cuando el gobierno pareció distanciarse del proceso al ver que la opinión pública empezaba a estar a favor del Banesto. Al final, pequeños tecnicismos procesales obligaron a retirar la opción de compra.

Una persona que en aquellos momentos trabajó con Asiaín se expresa así: "El gobierno le engañó" ("He was misled by the government"). La opción fué preparada por este, pero le traicionó. Al final todo el mundo buscaba una salida, incluido el gobierno... Cuando los depositantes del Banesto empezaron a enviar dinero para la defensa de este, los políticos se asustaron".

El coste del fracaso del BB fué considerable en términos

morales y de imagen pública. Durante la batalla con Conde, el BB había sostenido que el Banesto debía ser absorbido porque carecía de una dirección competente. Pero ahora resultaba que la misma dirección había ganado el duelo frente al propio BB. Paralelamente, el BB, que había disfrutado siempre de un gran prestigio en el mercado, era ahora contemplado como una entidad agresiva y oportunista. La reputación de Asiaín estaba por los suelos.

En tales circunstancias, el presidente del BB pensó que la mejor manera de restablecer el prestigio del banco -y el suyo propio- era conseguir otra fusión. Fué esta necesidad apremiante del BB la que situó al Vizcaya en una posición dominante incluso antes de que las negociaciones empezaran.

"Está claro que el BB estaba obsesionado con una fusión", comenta Francisco Bosch. "¿Qué había en todo ello de estrategia empresarial? ¿Qué estrategia podía explicar que los intentos se dirigieran sucesivamente hacia posibles soluciones tan distintas como Bilbao + Hispano, Bilbao + Banesto o Bilbao + Vizcaya? Los tres objetivos elegidos, uno tras otro, por el BB eran radicalmente diferentes en casi todo. La verdad es la estrategia se había perdido en el camino. O lo que es lo mismo, la única estrategia, llegado a ese punto, era esta: lo único que importa es la dimensión".

La celeridad y el secreto con que se realizó la fusión de BB y BV alarmó a numerosos ejecutivos del BB. Se cree que Pedro de Toledo se vió con Asiaín el 6 de Enero de 1988, o alrededor de esta fecha (aunque se ignora de quien fué la iniciativa del encuentro). Tres semanas más tarde, en Bilbao, los dos presidentes firmaban al protocolo de fusión, de 45 páginas. Muchos de los que habían participado en los dos intentos anteriores no se enteraron de las gestiones que llevaron a la fusión hasta que el acuerdo estuvo firmado.

La valoración del BV que llevó a cabo First Boston también provocó resquemores en el Bilbao. Realizada en unos pocos días, su conclusión fué que "los valores del Bilbao y del Vizcaya son aproximadamente iguales desde un punto de vista financiero".

First Boston pudo haber quedado impresionado por los menores efectivos de personal de BV y por su estructura más ligera, lo que significaba que tenía menos cargas que el Bilbao. Sin embargo, para mucha gente de este, dados su mayor balance y sus grandes pertenencias industriales, la fusión, en los términos propuestos, era como una liquidación.

Pedro de Toledo, en cambio, se encontraba en una posición mejor. Dadas las circunstancias, Vizcaya podía adquirir una posición dominante y él, personalmente, se situaría en condiciones de convertirse en el presidente de la primera entidad financiera de España, teniendo en cuenta que Asiaín tenía 6 años más que él. Estas eran las perspectivas, hasta que sobrevino la muerte de Toledo.

Después de los contactos iniciales, Toledo le preguntó a Ballarín qué le parecía el proyecto. Ballarín se mostró favorable al mismo. "El principal problema era la diferencia de estilo de gestión que se manifestaba en una y otra entidad, por lo que la integración de las dos organizaciones podía resultar muy difícil".

Algunas de esas diferencias resultaron luego favorables para el Vizcaya, y es posible que Toledo lo previera así. A pesar de la influencia de Asiaín, el BB seguía manteniendo un sistema de administración muy rígido ("highly structured"). Las líneas de comunicación y de responsabilidad estaban rigurosamente definidas y a veces resultaban inflexibles. Los ejecutivos seguían unas vías previamente establecidas y apenas cambiaban de departamento. Esto contribuyó a que se creara un sentido de identidad y un fuerte espíritu corporativo, dejando poco espacio para las iniciativas individuales.

La situación era radicalmente distinta en el Vizcaya, y reflejaba el carácter del presidente. Mientras Asiaín se tomaba muy filosóficamente sus funciones de presidente, recurriendo a la elocuencia persuasiva, Toledo no dejó nunca de ser un ejecutivo de cuerpo entero. Su estilo de gestión era duro, exigente y, como dice Ballarín, "oportunista en un sentido positivo". En el BV se premiaban más las actuaciones a corto

plazo que la lealtad y que la veteranía. Como resultado de ello, las oportunidades de ascensos rápidos eran mayores para la gente joven y ambiciosa. Esto, a su vez, atrajo a un tipo distinto de empleado. Tanto es todo ello así que en el momento de la fusión la mayoría de los altos empleados del BV eran diez o más años más jóvenes que sus equivalentes del BB. Esto, como mínimo, significaba que muchos de los ejecutivos del Bilbao se iban a encontrar en posiciones inferiores respecto a la gente del Vizcaya de la misma edad y de los mismos años de servicio.

<...>

Sea como fuere, durante los primeros 18 meses de existencia del BBV los ejecutivos procedentes del Bilbao llegaron al convencimiento de que la influencia de Toledo y de su gente dentro del nuevo banco iba siendo del todo desproporcionada. Uno de ellos lo explica así: "El BB fué a la fusión de buena fe. El BV lo hizo con un plan. Sabía donde debía presionarse... El objetivo fué centralizar todas las competencias posibles en áreas controladas por su gente".

En los niveles superiores del BBV, la distribución de puestos se hizo mitad por mitad. Los directivos del Bilbao afirman que salieron perdiendo. El Vizcaya, por ejemplo, consiguió el control de las operaciones comerciales, a través de Sáenz. Este departamento suponía más del 80% de los recursos del nuevo banco, y una proporción todavía mayor de todo el personal. Además, algo parecido ocurría en el importante departamento de personal, en el que el jefe ("chief operating officer") era un hombre del BV.

<...>

La impresión de que el BV se estaba imponiendo se vió reforzada por otras muchas circunstancias de menor entidad. Además, muchos antiguos empleados del BB constataron que, a su juicio, los dos grupos utilizaban distintas vías de comunicación para resolver los problemas, y que esto resultaba

siempre en provecho del BV. La realidad es que Toledo estaba más interesado y reunía mejores condiciones que Asiaín para intervenir en la gestión de los niveles inferiores del nuevo banco.

Un precedente de la crisis de mando se había producido exactamente un año antes. Dos ex-directores del Vizcaya, Juan Manuel Urgoiti y Francisco Luzón habían abandonado el BBV con pocos días de diferencia. El primero, según se dijo, después de una disputa con Toledo, y el segundo para ocupar la presidencia del Banco Exterior. Al igual de lo que iba ocurrir después de la muerte de Toledo, aquellos dos fueron substituídos sin consultar en absoluto con los directores del BB, que sólo se enteraron de los nuevos nombramientos a través de la prensa. Fué en esas circunstancias en las que Angel Corcóstegui accedió al consejo.

La decisión del Vizcaya produjo contrariedad en el seno del BBV, pero nada se hizo para anular los nombramientos, probablemente porque llevaban el sello de Toledo. Pero cuando el sector BV del consejo intentó hacer lo mismo cuando la muerte de este, el sector BB se opuso terminantemente. "Asiaín se dió cuenta de que el BB estaba muerto si dejaba que el Vizcaya se llevara por segunda vez el gato al agua", dice un hombre del BBV. "La idea de que Sáenz, de sólo 43 años de edad, tuviera la misma categoría que Asiaín dentro del banco era un insulto".

Pero la crisis de dirección probablemente habrá resultado más positiva que negativa para el banco. El drama que se inició el 12 de Diciembre fué sólo la más pública expresión de las incertidumbres, las suspicacias y los resentimientos que se han ido acumulando en el seno del BBV desde su creación. Durante ese tiempo el BBV ha perdido terreno frente a sus competidores. Aunque ha podido demostrar un 15'5% de incremento de los beneficios (antes de impuestos), esto se ha conseguido en parte gracias a una reducción dle 21% de las reservas ("provisions"). En la clasificación según los beneficios globales (rendimientos sobre la media de los activos totales), el banco ha ido

cediendo posiciones: en 1987 (el último año entero en que BB y BV operaron separadamente), la media de ambos fué de un 1'61%, lo que les situó en segundo lugar tras el Banco Popular. En 1989 el banco ocupó el cuarto puesto, detrás del mismo Popular, del Santander y del Hispano-Americano.

Su parte de depósitos también ha bajado, en parte como consecuencia de la proliferación de los bancos que han ido ofreciendo intereses por las cuentas corrientes.

Después de la crisis, con todo, el aire es más nítido en el BBV. Sin Pedro de Toledo, la diferencia de estilos entre ejecutivos ex-BB y ex-BV será menos evidente y, por lo tanto, ejercerá un menor impacto. Toledo era inmensamente inteligente, pero nunca podría haber ejercido una función apaciguadora o estabilizadora, algo esencial en una fusión entre iguales. Estaba hecho para estar solo en el mando.

El nuevo presidente, Emilio de Ybarra, es exactamente lo contrario. Procede de una familia vasca de gran influencia, con participaciones en más de 40 sociedades, según el último recuento. Se cree que es el accionista individual más importante del BBV, con aproximadamente el 2% del capital. Es de temperamento conciliador y de una mente aguda. Es, además, una persona muy honesta...

Pero Ybarra tendrá que hacer mucho más que calmar los ánimos. El proyecto de fusión original, elaborado en colaboración con la firma consultora McKinsey, ha demostrado ser muy insatisfactorio. "Todas las complejidades que contiene sólo han añadido confusión a un problema ya de por sí difícil", comenta Francisco Bosch. "La práctica española se ha basado siempre en unas líneas de autoridad muy claras".

Lo que se necesita es que la mejor gente sea puesta en los más importantes puestos, independientemente del origen respectivo. Pero, sobre todo, lo que debe hacer el BBV es crear su propia cultura corporativa, pues en modo alguno puede tolerar que continúen perviviendo las dos existentes. La influencia personal de Ybarra puede ser decisiva al respecto.

El gobierno, por su parte, difícilmente olvidará lo

---

sucedido, que ha desacreditado su política favorable a las fusiones. El atribuirá la crisis a la cortedad de miras y al egoísmo de los banqueros españoles, pero la verdad es que el gobierno es en buena parte responsable de lo ocurrido. A través de su insistencia en la concentración y de la frecuente y obvia interferencia en los nombramientos bancarios, creó una atmósfera artificial favorable a las fusiones en la que no se pudieron poner de manifiesto, o debieron quedar atenuadas, las reacciones naturales del mercado.

La reacción contra las fusiones que así se ha producido es el resultado de haber forzado el paso. La actitud paternalista del gobierno hacia el sector bancario puede ser aceptada por la opinión pública (la intervención de Rubio, en Enero, fué celebrada por la mayoría de la gente), pero los bancos españoles sólo aprenderán a ser competitivos en el mercado internacional cuando el objeto principal de sus preocupaciones sea el propio mercado.

---

EL GRAFICO DEL MES

---



EL GRAFICO DEL MES

EVOLUCION DEL EMPLEO Y DEL PIB (1.975-1.989)

- 1.- El empleo y el PIB son dos variables económicas que evolucionan en forma paralela y acompasada, cuya diferencia en términos de tasas de crecimiento, representa los incrementos relativos de la productividad aparente del factor trabajo.
- 2.- Al examinar los gráficos que representan la evolución en el periodo 1.975-1.989, de ambas variables para el conjunto EUR-12, que agrega a los doce países que forman hoy la Comunidad Económica Europea, junto a la evolución española, lo primero que destaca es la mayor erraticidad en la evolución del empleo español respecto al PIB, frente a los resultados obtenidos por la EUR-12. En otras palabras, la evolución de la productividad en la EUR-12 tuvo un comportamiento homogéneo a lo largo de los tres quinquenios contemplados, mientras que la española se mostró mucho más errática.
- 3.- Un primer hecho importante a considerar por los agentes sociales españoles es que no puede alcanzarse un crecimiento significativo del empleo si no existe un crecimiento suficiente del PIB. El mayor o menor crecimiento de la productividad, tendrá incidencia en las dos variables del empleo y el producto, pero resulta inviable esperar crecimientos significativos del empleo si no existe un elevado crecimiento de la producción.
- 4.- La contemplación del gráfico relativo a España sugiere algunas dudas que es necesario comentar. En primer lugar que los mayores incrementos de productividad corresponden a los quinquenios 1.975-1.979 y 1.980-1.984, en los que el empleo registró descenso considerable. La explicación de este fenómeno quizás puede

encontrarse en el hecho de que la crisis económica expulsó a las empresas y ramas menos productivas, lo que propició crecimiento medio de la productividad, derivado del descenso del empleo.

- 5.- Por lo que se refiere al quinquenio 1.985-1.989 se observan datos un tanto extraños. La productividad del quinquenio se situó en tasa razonable del 2.1%, quizás un poco baja, en relación al esfuerzo de innovación e inversión realizado en los últimos años. Pero el comportamiento de cada año muestra diferencias que van de crecimiento de la productividad aparente del 3.6% en 1.985 al modestísimo incremento del 0.8% en 1.989. Cuando razonablemente habría que esperar que la modernización del equipo productivo de los últimos años, tendría que reflejarse en el correspondiente aumento de la productividad media.
- 6.- En la medida que la fiabilidad de los datos oficiales se supone más alta en la estimación del PIB (Contabilidad Nacional) que en la evolución del empleo (EPA), si efectivamente el crecimiento de la productividad aparente hubiese sido superior, al menos en 1.989, nos encontraríamos ante la sospecha de que el crecimiento del empleo en tasa anual del 4.1% (EPA) quizás no corresponde a la realidad. Acaso porque parte del crecimiento del empleo computado por la EPA corresponde a empleo sumergido que ha aflorado con las medidas de flexibilización del mercado de trabajo.
- 7.- La economía española en 1.990 se plantea el problema de la mejora de su nivel de competitividad. Política que el Fondo Monetario Internacional apoya en su reciente informe sobre la economía española. La mejora de la competitividad, aparte de las acciones macroeconómicas en el área de la política monetaria y fiscal, necesita dos apoyos fundamentales. A corto plazo la reducción de los costes de producción, que frene el

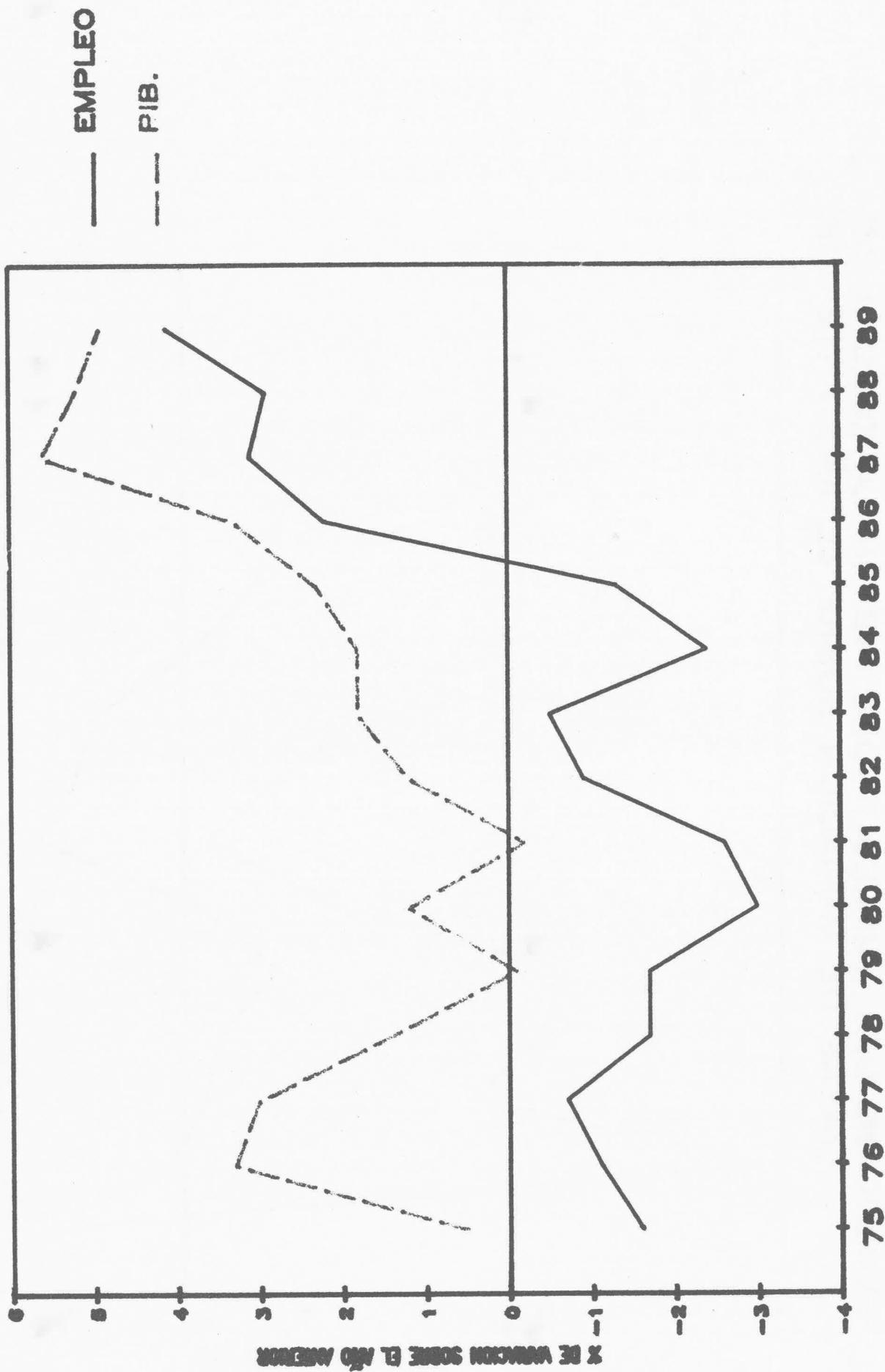
crecimiento de los precios, a partir de la moderación salarial y la contención de la demanda. Pero a medio plazo, la mejora de la competitividad española, que haga posible la convergencia europea, en términos de PIB por habitante, sólo puede venir por la mejora de la productividad. Precisamente el bajo nivel de la productividad española (apenas el 60% de la productividad media alemana), deja un margen considerable para avanzar en el proceso de crecimiento y desarrollo económico en los próximos años.

**EVOLUCION DEL EMPLEO Y EL PIB**  
**(Tasas de variación sobre año anterior)**

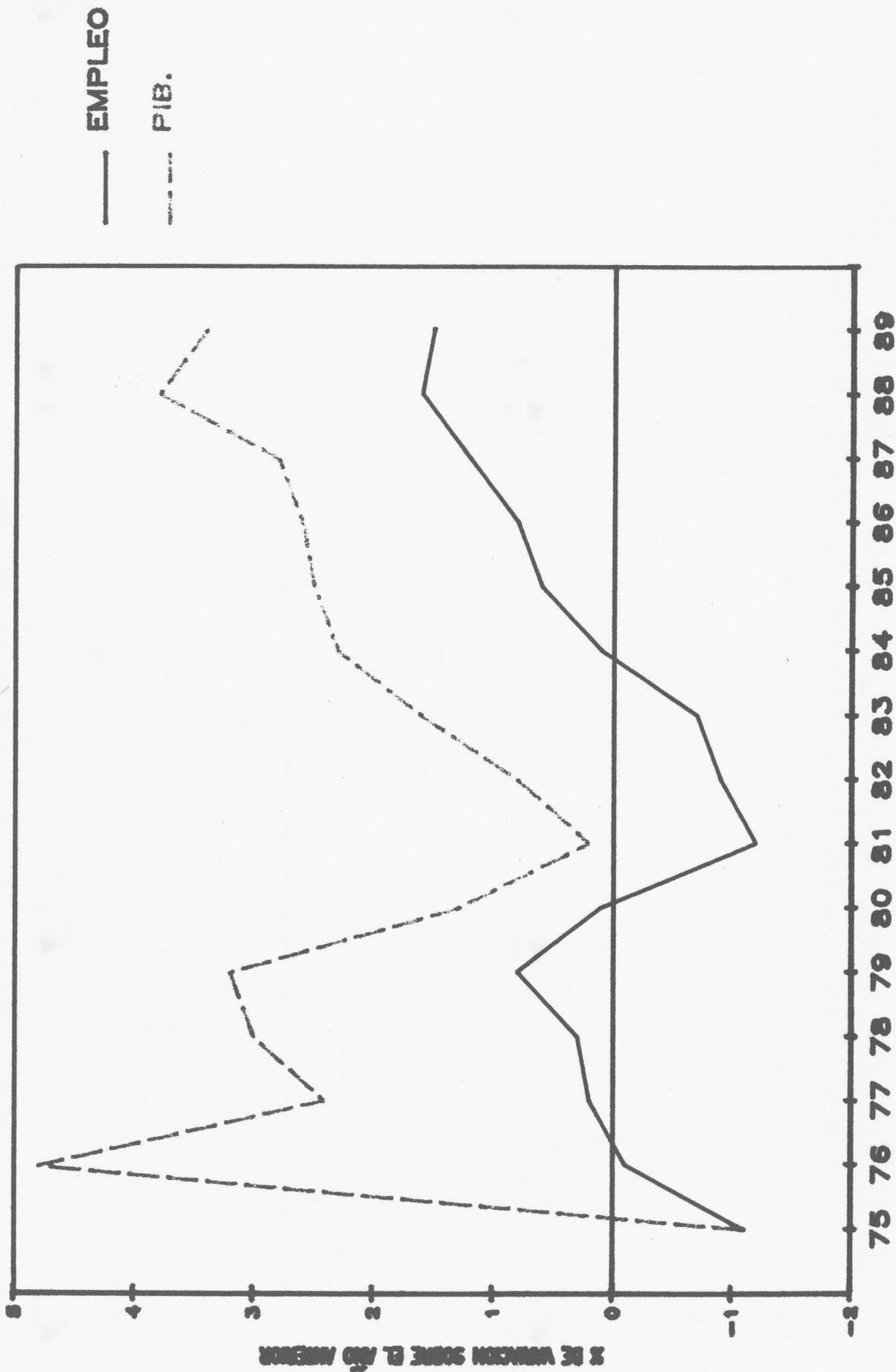
	EUR-12			ESPAÑA		
	<u>Empleo</u>	<u>PIB</u>	<u>PRO- DUCTI- VIDAD</u>	<u>Empleo</u>	<u>PIB</u>	<u>PRO- DUCTI- VIDAD</u>
1.975 . . . . .	-1.1	-1.1	0.0	-1.6	0.5	2.1
1.976 . . . . .	-0.1	4.8	4.9	-1.1	3.3	4.4
1.977 . . . . .	0.2	2.4	2.2	-0.7	3.0	3.7
1.978 . . . . .	0.3	3.0	2.7	-1.7	1.4	3.1
1.979 . . . . .	0.8	3.2	2.4	-1.7	-0.1	1.6
1.980 . . . . .	0.1	1.3	1.2	-3.0	1.2	4.2
1.981 . . . . .	-1.2	0.2	1.4	-2.6	-0.2	2.4
1.982 . . . . .	-0.9	0.8	1.7	-0.9	1.2	2.1
1.983 . . . . .	-0.7	1.6	2.3	-0.5	1.8	2.3
1.984 . . . . .	0.1	2.3	2.2	-2.4	1.8	4.2
1.985 . . . . .	0.6	2.5	1.9	-1.3	2.3	3.6
1.986 . . . . .	0.8	2.6	1.8	2.2	3.3	1.1
1.987 . . . . .	1.2	2.8	1.6	3.1	5.6	2.5
1.988 . . . . .	1.6	3.8	2.2	2.9	5.2	2.3
1.989 . . . . .	1.5	3.4	1.9	4.1	4.9	0.8
Media 1.975-1.979 . .	0.2	2.5	2.3	-1.4	1.6	3.0
Media 1.980-1.984 . .	-0.5	1.3	1.8	-1.9	1.2	3.1
Media 1.985-1.989 . .	1.1	3.0	1.9	2.2	4.3	2.1
Media 1.975-1.989 . .	0.2	2.2	2.0	-0.3	2.4	2.7

Fuentes: Anexo Estadístico de Economie Européenne nº 42 (Comisión de las Comunidades Europeas), España. Contabilidad Nacional y EPA (INE).

**EVOLUCION DEL EMPLEO Y DEL PIB. EN ESPAÑA  
(TASAS DE VARIACION SOBRE EL AÑO ANTERIOR)**



EVOLUCION DEL EMPLEO Y DEL PIB EN LA EUROPA DE LOS 12  
(TASAS DE VARIACION SOBRE EL AÑO ANTERIOR)



LOS LIBROS DEL MES

---



El libro del mes

"Una historia del Banco Hipotecario de España 1872-1986" por Juan A. Lacomba y Gumersindo Ruíz con la colaboración de Luis de la Macorra y Antonio Ruíz. Alianza Editorial. Madrid, 1990.

El Banco Hipotecario de España, pese a su ya larga tradición en el sistema financiero español (118 años) y la importancia cuantitativa de sus operaciones (su cartera de préstamos supera el billón de pesetas) no había sido, hasta ahora, objeto del análisis histórico que sin duda merecía, a diferencia de otras entidades que integran el marco institucional financiero de España.

El hecho no deja de ser sorprendente toda vez que un período de vida tan dilatado constituye al Banco Hipotecario en un reflejo claro de las vicisitudes políticas y económicas de la sociedad española y, al mismo tiempo la singularidad de sus funciones ha venido otorgando una importancia cualitativa a sus operaciones financieras que parecía invitar a los estudiosos de nuestra historia económica y financiera a abordar un análisis acabado de la evolución histórica de esta secular institución.

Este hueco de la investigación histórica ha venido a llenarse, al menos en un primer ensayo que sin duda estimulará a su continuidad en el futuro, por la obra que comentamos fruto de la tarea conjunta de un equipo de profesores universitarios que ofrecen una panorámica de la historia del Banco Hipotecario de España, desde los antecedentes de su creación que tuvo lugar en 1872 gracias a los buenos oficios del Marqués de Salamanca, hasta los años recientes que la obra cierra en 1986. Es de lamentar que la investigación no alcance los años más próximos que van desde 1986 a 1990 en los que se han producido cambios importantes

en el entorno financiero que han de servir de marco de referencia obligado a cualquier proyección de futuro del crédito oficial, en general, y del Banco Hipotecario en particular en la España integrada del mercado único europeo.

La obra se presenta dividida en cuatro partes: La primera que consta de cuatro capítulos relata la historia del Banco desde su creación hasta finales del siglo XIX. La segunda parte integrada por cinco capítulos, llega hasta 1941 y entre otros hechos, recoge el papel del Banco en la reconstrucción de la propiedad inmueble en la postguerra. La tercera parte, discurre desde 1942 hasta la nacionalización del Banco en 1962 y finalmente la cuarta parte se refiere a la etapa más reciente comprendida entre 1962 y 1986.

Globalmente, la historia del Banco Hipotecario muestra la evolución seguida, en el transcurso del tiempo, por la doble función con la que nació: la financiación hipotecaria y la colaboración a la financiación del Tesoro Público.

La especialización de su operatoria financiera y la riqueza de su instrumentación han dado siempre al Banco Hipotecario un perfil singular dentro de las entidades del crédito oficial en España, salvo el período de los planes de desarrollo en que tanto sus operaciones como su forma de financiación se homologan a los del resto de las entidades oficiales de crédito integradas en el Instituto de Crédito Oficial y que en conjunto cubrían las líneas de financiación especiales establecidas por la política económica.

Un período particularmente interesante desde la perspectiva de su transmisión de experiencia a otras instituciones del sistema financiero, es el correspondiente a los últimos años. En efecto, los años 80 han aportado al Banco Hipotecario de España, dos hechos importantes que han generado factores de impulso y modernización singulares: su destacado papel en el mercado

hipotecario nacido al amparo de la Ley de 1981 y su fusión con el Banco de Crédito a la Construcción, creado en la postguerra con funciones específicas de apoyar los planes de reconstrucción en general y de vivienda social en particular. El transcurso del tiempo había generado una identidad esencial de objetivos en ambas instituciones que recomendó su integración en una única entidad financiera.

A partir de estas circunstancias, el Banco Hipotecario de España ha experimentado un amplio proceso de incrementar su financiación de mercado -frente a la vía tradicional de la financiación privilegiada-, ha diversificado y ampliado sus operaciones y ha practicado una profunda reorganización interna para aproximarse a una entidad bancaria plena de contenido operativo, competitiva e innovadora como un camino indispensable para su existencia independiente y con sentido económico en el espacio financiero que caracteriza a la Europa del mercado único.

El Banco Hipotecario es, entre las instituciones del crédito oficial el que guarda por su operatoria en el terreno hipotecario y su evolución, una mayor proximidad con las Cajas de Ahorros.

La "Historia del Banco Hipotecario de España" con su rico contenido cuantitativo, que en sus puntos fundamentales se recoge en su anexo final, constituye una fuente de información útil que puede ser -con independencia del propio interés del análisis que contiene- un punto de partida para la investigación futura del sistema financiero español, de sus orígenes y de su evolución.

El texto se completa con un breve "álbum fotográfico" sobre el Banco Hipotecario.

BIENVENIDA A HACIENDA PUBLICA ESPANOLA  
EN SU SEGUNDA EPOCA

---

Coincidiendo con su mudanza del antiguo caserón de Casado del Alisal, de tan profundo significado sentimental y material para la historia fiscal reciente de nuestro país, el Instituto de Estudios Fiscales ha decidido impulsar su actividad editorial con la creación de tres nuevas publicaciones:

- . Hacienda Pública Española (2ª época).
- . Monografías de Hacienda Pública Española.
- . Cuadernos de Actualidad.

"Hacienda Pública Española (2ª Época)" nace con la vocación de ser continuadora puntual y digna de la publicación que la precediera. No cambia su propósito de divulgar la investigación sobre el sector público y canalizar el debate sobre los grandes temas de la economía y hacienda públicas. Sí han variado, sin embargo, las exigencias de la competencia editorial. Con el apoyo de un Consejo de Dirección que velará por la calidad de los contenidos, la revista ha cambiado de cara y de periodicidad. El nuevo diseño, debido a Alberto Corazón, es sencillo y moderno. La frecuencia de publicación pasa a ser trimestral. Para posible confusión de bibliotecarios y estudiosos, este "gran salto adelante" se llevará consigo el año 1989, ya que el último número de la primera época (113) se publicaba en 1988, siendo el primero de la nueva etapa (114) el

correspondiente al primer trimestre de 1990. Este primer número, que mantiene la estructura de los últimos de la etapa anterior (Colaboraciones, Documentos, Crítica de Libros y Noticias de Libros), incluye como colaboraciones las ponencias presentadas a la 8ª Conferencia de la Confederación de Asociaciones Económicas Europeas, celebrada en Barcelona en mayo de 1989.

Las "Monografías" pretenden dar difusión a informes e investigaciones con unidad temática. Aunque su formato exterior es similar al de la revista, su periodicidad no será fija y tendrán numeración propia. El número I/1990, aparecido simultáneamente con el 114 de la revista, se dedica al tema monográfico de "La política fiscal en España ante la libre circulación de capitales", con artículos firmados por Emilio Albi, Philippe Bacchetta, Ramón Caminal, Juan Francisco Corona, Luis Fernández Briones, José M. González-Páramo, Jordi Gual, Xavier Martínez-Guiralt, Xavier Vives, Miguel Angel Lasheras (Director del Instituto y de "Hacienda Pública Española") y Fernando Pérez Royo. El contenido de los artículos coincide con el de las ponencias presentadas en el seno del "Grupo de Trabajo sobre Armonización Fiscal y Libre Circulación de Capitales", constituido en el Instituto de Estudios Fiscales en 1989.

Dentro de la vocación divulgadora del Instituto, la aparición del primer número (I/1990) de "Cuadernos de Actualidad" es reveladora de un propósito de difundir las opiniones de la Administración sobre cuestiones de actualidad en un lenguaje asequible para un público no especializado. En esta primera aparición colaboran Antonio Zabalza (Secretario General de Planificación y Presupuestos), Carlos Herrera (Subdirector General de Estudios Tributarios del Instituto de Estudios Fiscales), Francisco Torres Cobo (Subdirector General de Coordinación Financiera con las Comunidades Autónomas) y Rosario Martínez Manzanedo (Vocal Asesor de la Intervención General de la Administración del Estado).

A esta triplete de publicaciones, el Instituto se ha comprometido a añadir una cuarta, dedicada a la difusión de información estadística básica acerca de las principales magnitudes del sector público español. Se trata, en suma, de un reto editorial formidable, que exigirá no sólo crecidos medios materiales y personales, con los que el Instituto ya cuenta, sino además, y fundamentalmente, perseverancia e ilusión. Desde aquí deseamos toda clase de éxitos al Instituto de Estudios Fiscales en esta nueva empresa, de inestimables beneficios potenciales para el más acertado diseño de nuestra política pública.



