

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

---

## CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL  
RESERVADO**

INCERTIDUMBRE DE OTOÑO

Cuaderno N° 42    Septiembre  
1990



Fundación Fondo  
para la  
Investigación  
Económica y Social

Obra Social  
de la Confederación  
Española  
de Cajas de Ahorros

Ejemplar núm.



INCERTIDUMBRE DE OTOÑO

Cuaderno N° 42    Septiembre  
1990



S U M A R I O

---

PRESENTACION

ECONOMIA ESPAÑOLA:

- . Incertidumbre de otoño
- . Impacto económico de la crisis del Golfo  
Roberto Centeno
- . Impacto de la crisis del Golfo sobre la economía española  
Juan E. Iranzo y José Luis Raymond
- . Impacto bursátil de la crisis del petróleo: efectos diferenciales  
Angel Bergés
- . La subida del petróleo: ganadores y perdedores  
"The Economist"
- . El curso del dólar y sus perspectivas  
"The Economist"
- . Francia: Crisis del Golfo y lucha contra la inflación  
A. Vernholes, en "Le Monde"
- . "Financial Times", "Herald Tribune" y "The Wall Street Journal"  
informan sobre la economía española
- . Petróleo e inflación: por qué la historia no va a repetirse  
Christopher Farrel en "Business Week"
- . Cómo romper el ciclo de las crisis del petróleo  
Robert Kuttner, en "Business Week"
- . Las compañías petrolíferas, beneficiadas por la crisis  
"The Economist"
- . El ahorro de energía en Japón  
Clady Chandler y Marcus W. Branchli, en "The Wall Street Journal"

SISTEMA FINANCIERO:

- . Los tipos de interés y la crisis  
Analistas Financieros Internacionales
- . Algunos efectos de la globalización de los mercados financieros  
sobre el sistema de cajas de ahorros  
Fernando Pampillón
- . Reconsiderando la UEM  
Juan Pérez Campanero
- . Declaración del Sr. Solchaga sobre la UEM

.../...

#### RESUMEN DE PRENSA

La información económica en la prensa internacional

#### ARTICULOS DEL MES

- . ¿Crisis mundial?. No, si hay cordura  
"The Economist"
- . El FMI enjuicia la situación  
"The Economist"
- . La escasez de capital, el gran problema  
Tim Carrington, en "The Wall Street Journal"

#### GRÁFICO DEL MES

Precios del petróleo y crecimiento económico

#### INSTANTÁNEA ECONOMICA

Consumo de hidrocarburos, por Comunidades Autónomas

#### LOS LIBROS DEL MES

- . La Industria Española: recuperación, estructura y mercado  
de trabajo  
J. Velarde, J.L. García Delgado y A. Pedreño
- . Noticia de Libros

PRESENTACION

*El otoño de 1990 se inicia en el terreno económico, bajo el signo de la incertidumbre como fruto de la presencia combinada e interrelacionada de factores diversos que afectan de plano al horizonte próximo de la economía nacional e internacional.*

*Panorama incierto que este número de Cuadernos trata de otorgar ofreciendo a sus lectores, junto con las habituales secciones informativas, elementos básicos de reflexión sobre los tres temas centrales de la actualidad económica:*

- \* La crisis del Golfo, sus consecuencias económicas generales y las específicas sobre España.*
- \* El futuro de la Unión Monetaria Europea.*
- \* El complejo proceso de transformación de la economía soviética.*

*El análisis de este variado -y en buena medida conectado- campo problemático, se inicia, por razones obvias de proximidad, con la consideración de los efectos de la crisis petrolífera sobre la situación y perspectivas de la economía española que se aborda en la nota "Incertidumbre de Otoño".*

*Si, como afirman los expertos, el precio del crudo puede estabilizarse en torno a los 40 dólares/barril (lo que supone duplicar prácticamente el precio de la situación previa a la crisis del Golfo), supondría una importante pérdida de renta real en un país que, como España, presenta un nivel muy elevado de dependencia energética exterior y que además, viene a incidir en un momento en que la economía española no ha resuelto aún los desequilibrios básicos que marcan su divergencia fundamental con los países centrales de la Comuni-*

dad Europea.

En esta situación la política económica conveniente no dispone de muchas vías de opción novedosas o imaginativas. El único camino coherente es aceptar la corrección que los nuevos precios del crudo imponen, y ajustar la conducta de los agentes económicos con voluntad firme y perseverante a las nuevas condiciones. Una política presupuestaria de claro signo restrictivo, con protagonismo en la contención del gasto público, la moderación del crecimiento de las rentas y la continuidad de una política monetaria rigurosa, se presentan como la única senda posible. Un camino en el que la perseverancia es un ingrediente fundamental, para evitar que la realidad discorra de forma distinta a lo programado como ha sido frecuentemente en el pasado el signo del comportamiento del sector público en el que las acusadas divergencias entre presupuesto y liquidación restan significación a las cifras y propósitos presupuestarios como referencia cierta del curso real de la actividad económica pública.

Desde un punto de vista esencialmente cuantitativo, los trabajos de Roberto Centeno y, Juan Iranzo y José L. Raymond, en espera de saber cómo se resuelve la crisis del Golfo analizan sus efectos previsibles considerando distintas alternativas de precios del crudo y presentando un variado panel de su posible incidenciasobre los precios interiores, la balanza de pagos y el crecimiento económico.

Pese a la dificultad de una cuantificación exacta, el estudio de Iranzo y Raymond, a partir de las tablas Input-Output de la economía española para 1985, estima que por cada 25 por cien de elevación de precio del petróleo bruto, cabe esperar un aumento de un punto en el índice de precios de consumo. Lo que supone que la estabilización del precio del barril en el entorno de 40 dólares, supondría un efecto inflacionista total de 4 puntos sobre el deflactor del consumo, con los consiguientes efectos negativos sobre la balanza de

*pagos y el ritmo de crecimiento de la producción.*

*Por su parte, la colaboración de Angel Bergés muestra, partiendo de un modelo econométrico sencillo y los datos correspondientes a diecisiete países desarrollados, la importancia negativa que la dependencia petrolífera de cada país y el previo comportamiento de las cotizaciones, tienen sobre la caída previsible de los mercados bursátiles. No es por ello sorprendente que España, con una de las más altas tasas de dependencia petrolífera y con unos mercados que habían descontado solo en escasa medida las expectativas de crisis en las cotizaciones sea uno de los países con mayores tasas de caída en el mercado bursátil, a consecuencia de la crisis del Golfo.*

*También, desde una perspectiva distinta la habitual colaboración de Analistas Financieros Internacionales aborda el tema de los efectos de la crisis petrolífera desde su relación con la evolución de los tipos de interés. Si la política económica española, como parece deseable, se cimentara sobre un mayor protagonismo de la política presupuestaria y la moderación de rentas, sería posible eliminar o relajar los actuales limitaciones sobre el crecimiento del crédito de las instituciones financieras, lo que permitiría una mayor distensión en el comportamiento creciente de los tipos de interés. Por otra parte la nota destaca la divergencia entre la reacción ante la crisis de los mercados de dinero y de deuda pública a tres años ya que, en este último caso, se ha sumado el impulso vendedor de las entidades titulares del mercado de deuda anotada que al inicio de la crisis se encontraban con elevadas carteras de deuda no cedida a la clientela, con una notable caída de su precio que no es fruto al menos exclusivo de la elevación de los tipos de interés.*

*Finalmente el Gráfico del mes y la Instantánea Económica ofrecen información cuantitativa sobre la interdependencia negativa entre los precios del petróleo y el crecimiento*

económico, y el consumo de hidrocarburos por Comunidades Autónomas respectivamente.

El segundo tema básico del que se ocupa este número de "Cuadernos" es el relativo a la evolución de la Unión Monetaria Europea, cuyo amplio consenso anterior ha sido también, en cierto modo, víctima de la crisis del Golfo.

El trabajo de Juan Pérez-Campanero, constituye una excelente síntesis del estado actual de las posiciones respecto de la UEM y de las propuestas recientes de los distintos países. Como información complementaria se ha incluido la declaración del Ministro español de Economía y Hacienda en ECOFIN, el pasado 8 de septiembre, en la que se contiene la posición oficial española que aboga por la necesidad de ampliar, precisar y llenar de contenido, la segunda fase del denominado Plan Delors antes de proceder a mayores avances.

El resumen de la prensa internacional recoge en su contenido siete artículos de opinión sobre el futuro de la Unión Monetaria Europea y los problemas de su construcción.

Los tres últimos artículos recogidos en el Resumen de Prensa, se centran en el tercero de los temas a que antes se hizo referencia: el proceso de transformación de la economía soviética y ofrece opiniones autorizadas sobre el debatido tema del "plan Shatalin" para abordar en 500 días la difícil tarea de crear en la URSS la infraestructura propia de una economía libre y descentralizada sin graves tensiones económicas, políticas y sociales.

Un tema distinto aunque de indudable interés y actualidad para muchos lectores habituales de Cuadernos de Información Económica se aborda en la colaboración de Fernando Pampillón quien, al hilo de los trabajos presentados al XV Congreso de las Cajas de Ahorros italianas, comenta la influencia del proceso de transformación financiera sobre las

---

*Cajas y en particular el debatido tema de la concentración de Cajas frente a la creación o potenciación de grupos plurifuncionales ante el recrudecimiento de la competencia en el marco del mercado único europeo.*



INCERTIDUMBRE DE OTOÑO

Los legados del imprevisible verano del 90.

Keynes afirmó en una oportunidad -sin duda para probar el ánimo de los pronosticadores económicos- que lo peor del futuro es que siempre sucede lo que no resulta previsible. Lo imprevisible ha sido esta vez en un mundo que, antes del verano, miraba a los países del Este como motivo de preocupación por el reto y el coste que suponía la transformación de las economías de planificación central en economías de mercado, la súbita aparición, en un ambiente sorprendentemente pacifista, de la crisis del Golfo Pérsico que ha enfrentado a la economía occidental y a España con una situación desesperadamente belicista que nos ha obligado a todos a mirar a Oriente Medio y que ha producido dos efectos económicos de enorme importancia:

- \* el primero, la elevación súbita del precio del petróleo y
- \* el segundo -quizás más importante- la crisis de incertidumbre que afecta a la apreciación empresarial del riesgo con una influencia clara sobre la variable estratégica más destacada que condiciona la vida económica: la inversión cuya fuerza ha interpretado en todos los países occidentales el largo periodo de recuperación vivido desde 1985.

El primero de esos efectos nos ha vuelto a enfrentar con la vieja pesadilla que invade a una economía afectada por la metástasis del encarecimiento de la energía. Ciertamente que esta vez los doctores de la energía nos han consolado con palabras piadosas y coincidentes: la crisis petrolífera del 90 -se nos dice- no puede compararse con los "shocks" del petróleo de 1973 y 1979-81. Se alegan, sin duda, argumentos plausibles para justificar ese diagnóstico. Cuatro son los fundamentales: la magnitud de las elevaciones del pa-

sado supera -por ahora- a la alcanzada por el precio del petróleo en el presente (elevaciones del 300 por 100 en 1973 y del 200 por 100 en 1979-81); el ahorro y la diversificación energética registrados desde 1973 hasta hoy reduce su impacto sobre las distintas economías nacionales; la menor dependencia de la energía importada de los países de la OPEP constituye, también, otra variable que amortigua el efecto de los precios mayores del crudo (al reducir su poder de monopolio y el riesgo de abastecimiento) mientras deberán registrarse -se nos dice- elevaciones inevitables en la producción de petróleo en algunas de las economías productoras más importantes apremiantemente urgidas por las necesidades de los ingresos de su venta dadas sus dificultades económicas (Unión Soviética, México, Venezuela). Todas esas explicaciones constituyen afirmaciones plausibles pero no desmienten la incertidumbre que afecta a los precios del petróleo derivada de la prolongación de la situación de conflicto por los acontecimientos del Golfo Pérsico. Es ese oscuro futuro el que estiman los mercados dominados por la especulación que alienta la incertidumbre y que nos aleja en el tiempo del precio en el que se habían situado los pronósticos iniciales de los organismos internacionales cifrados invariablemente en el intervalo de 25/26 dólares el barril. Más precisamente: los análisis de las consecuencias del cambio del precio del petróleo se habían basado en un precio de 25/26 dólares el barril, con tendencia, además, a bajar a 21 dólares el barril a finales de 1991, lo que daba un precio medio de 23 dólares/barril para 1991 (año completo). Tal ha sido la hipótesis realizada por el Fondo Monetario Internacional y seguida por otros organismos internacionales. Sin embargo, el mercado, informado por la estimación de los acontecimientos futuros, ha pasado la barrera de los 30 dólares/barril primero, límite que se consideraba infranqueable en el primer mes del conflicto, a los 35 dólares/barril al iniciarse el segundo mes para situarse a finales de septiembre en los 40 dólares/barril. Hablar con 40 dólares el barril en los mercados de la inexistencia de un tercer "shock" petrolífero es un eufemismo. El "shock" del petróleo de 1990 es hoy una realidad por provisional e infundado que se califique a ese precio.

El "shock" del petróleo que hoy vivimos afecta a una economía mundial que había prolongado su periodo de recuperación de forma sorprendente, aunque presentando perceptibles síntomas de agotamiento. El encarecimiento del petróleo afectará a la economía mundial justamente en sus puntos débiles: reducirá más aún las tasas de crecimiento esperadas y vigorizará las tasas de inflación. Lo que los economistas denominaron en los años 70 la peste de la estanflación (estancamiento del desarrollo + agudización de la inflación) volverá a adueñarse de la vida económica. Los pronósticos del Fondo Monetario Internacional han sido -por ahora- tranquilizadores: la estanflación será llevadera pues su impacto sobre las economías desarrolladas se limitaran a una caída de 0.5 puntos porcentuales en las tasas de crecimiento y a un aumento de 1 punto las tasas de inflación (claro está que a partir de los supuestos optimistas antes indicados: barril de crudo a un precio medio de 23 dólares en 1991).

Esa caída estimada en la tasa de desarrollo introduce un elemento de intensificación en la competencia por los mercados mundiales y en las propias previsiones de crecimiento del comercio mundial. La situación de especial debilidad de la economía americana (no se olvide: motor de la recuperación iniciada en 1985), la denuncian los indicadores actuales y las cortas previsiones de crecimiento para el año 1990 (1,3% del PIB) que muchos dudan que pueda alcanzarse) y para el próximo ejercicio de solo el 1,7%. Esta caída del desarrollo interno obligará a la búsqueda de otros mercados a los productos estadounidenses, planteando problemas de competitividad a los países europeos desde el estímulo de la baja cotización del dólar que, si bien reduce el impacto de la crisis petrolífera al abaratar la compra de crudos, agudiza, sin embargo, la competencia al facilitar las exportaciones estadounidenses frente a las de los países europeos.

Las expectativas de inversión de los países europeos se verán afectadas por la doble incertidumbre que proviene del precio creciente de los crudos y por la dificultad de ganar cuotas de mercado en un comercio mundial decreciente. Mantener la inversión pre-

servando la vitalidad de sus tasas de desarrollo (que son las que han sostenido la recuperación económica en los últimos años) frente al pesimismo al que incitan los pocos datos y las muchas incógnitas que envuelven a las decisiones empresariales, constituye una tarea tan ambiciosa como difícil. Una tarea que obstaculizan -si es que no impiden- la caída de los excedentes empresariales, debilitados frente al crecimiento de los costes en casi todos los países.

Suponiendo, pues, lo mejor (ausencia de un conflicto bélico) nos encontraríamos ya hoy con un petróleo más caro (aunque no sepamos cuánto), con una inflación mayor y con una tasa menor de crecimiento (cuyas cuantías son difíciles de evaluar porque dependen del comportamiento de los agentes económicos variables en cada país).

Esas consecuencias generales -mayor inflación, menos desarrollo- componen el cuadro de la estanflación que admite claras discrepancias según los países. Esta ha sido, en efecto, la característica fundamental de las crisis energéticas en el pasado. Es la desigualdad en la forma que estas han repartido sus efectos la que ha introducido las grandes diferencias entre los países. Desigualdades que han condicionado tres hechos: la dependencia energética de las distintas economías nacionales, la situación de sus equilibrios económicos al llegar la crisis energética y la reacción de los distintos agentes sociales frente al encarecimiento de la energía y su disposición a aceptar la pérdida inexcusable de renta real que ese aumento de precios del petróleo impone a los países no productores.

¿En qué medida afecta este doble y negativo legado del verano del 90 a la economía española?. No cabe duda que la importancia de esa pregunta es incuestionable porque los efectos de ese legado componen la circunstancia en la que vamos a vivir los comprometidos meses que vienen. No puede extrañar, por tanto, que la evaluación de los efectos de la crisis petrolífera atraiga hoy la atención general porque constituye la premisa mayor que condicionará la marcha de la economía española en el inmediato futuro. Es el estudio de este tema

el que domina este número de "Cuadernos de Información Económica" algunas de cuyas conclusiones tratan de sintetizarse y ordenarse seguidamente.

**La situación de la economía española ante la nueva (e incierta) crisis del petróleo.**

El rasgo que diferencia la crisis del petróleo del año 90 frente a las que la precedieron en 1973 y 1979-81 es su incertidumbre. La guerra del Yom-Kippur y la revolución iraní multiplicaron los precios del crudo de forma disparatada pero cierta. La situación actual no define una posición cierta sino absolutamente incierta. Ignoramos hoy como los mercados van a estimar esa incertidumbre del futuro para fijar sus precios pero conocemos los precios actuales, situados por ahora en los 40 dólares/barril, un precio que duplica con creces el vigente antes del conflicto del Golfo Pérsico. Esta situación ha abierto una polémica estéril sobre la "realidad" de estos precios crecientes y la influencia nociva -se afirma- que en los mismos tiene la especulación de los mercados. No hay una escasez física del petróleo en la actualidad y por lo tanto sus precios responden a circunstancias anormales e "inaceptables" creadas por la especulación. Sin embargo, como afirman con acierto los defensores y concedores de la economía de mercado en nuestro país, la especulación no hace otra cosa que estimar el precio del enorme riesgo de la situación actual y, mientras dure, define un horizonte de los mercados de petróleo -el único que ofrece los precios verdaderos- que influye -se quiera o no- sobre la situación de las distintas economías nacionales.

El único trabajo con sentido en estas circunstancias es el de manejar un conjunto de hipótesis sobre el precio del barril de crudo y evaluar, a partir de ellas, los principales efectos que ese juego alternativo de precios tendrá sobre cada economía nacional.

Esos efectos del alza del precio de los crudos tienen la característica -antes apuntada- de afectar de forma muy diferente a

las distintas economías nacionales. Y no cabe duda que la española es una de las economías más sensibles y débiles frente al encarecimiento del precio del petróleo. Explicar los porqués constituye la condición básica para definir frente a la crisis un comportamiento inteligente que limite -y no amplifique- sus costes inexorables. Varios de los trabajos que "Cuadernos de Información Económica" ofrece en este número tratan de evaluar la delicada situación española frente a la elevación del precio del petróleo. Sus conclusiones destacan los escenarios fundamentales a los que hay que atender para conocer sus consecuencias. Estos escenarios son cuatro:

- 12) Las debilidades de nuestro sector energético. España concentra en el petróleo el 54% de la producción de su energía primaria frente al 43% de la demanda de energía primaria a la que atiende el petróleo en los países de la OCDE. La balanza petrolífera de España es claramente deficitaria en valores superiores a los de Italia, el país europeo con una balanza más negativa. Por otra parte, el contenido de energía por unidad de producto se ha estabilizado en España desde 1985, tras una reducción de 1983 a 1985 situada en 13 puntos por debajo de la conseguida en los países de la OCDE. Ese estancamiento en los últimos cinco años y el menor nivel de reducción de consumo energético por unidad de producto muestran claramente la debilidad energética de la economía española. Por otra parte, la capacidad demostrada por la economía española para reemplazar el petróleo por otros productos alternativos ha sido insuficiente. Las disminuciones registradas en el sector industrial han sido compensadas por el aumento registrado en otros sectores (aumentos de consumo en el sector de transportes, uno de los más deficitarios en el consumo de energía de los países europeos y aumentos, también, en el consumo de petróleo para usos domésticos). Un dato que complementa esa debilidad de nuestro sector energético es la diversificación insuficiente de proveedores de petróleo con presencia excesiva de la oferta con

mayor riesgo (países de Oriente Medio) frente al abastecimiento, hoy en curso de elevación pero, aún mejorable, de otros países (Méjico, Venezuela, Unión Soviética). Finalmente, el comercio con los países de la OPEP alcanza unos valores reducidos (3.3% de las exportaciones totales en 1989 excluyendo a Irak y Kuwait afectados por el embargo del petróleo).

Manejando todos los indicadores anteriores "The Economist" ha compuesto un índice sintético que muestra la debilidad de los distintos países por su situación frente a los mercados petrolíferos. El lector puede comprobar, a través de este trabajo que ofrece el número de "Cuadernos de Información Económica", la delicada posición española. Como concluye "The Economist": "Entre las economías desarrolladas de Europa, España e Italia son las que aparecen colocadas en una peor posición relativa".

- 2Q) Los efectos sobre la inflación y balanza de pagos derivados de nuestra débil posición energética. Los efectos sobre los precios de un aumento del crudo tienen, en principio, dos componentes: el impacto inflacionista directo, consecuencia del empleo del petróleo por los sectores productivos y el impacto inflacionista total, consecuencia de las interrelaciones industriales que guardan entre sí los diversos sectores que integran una economía nacional. Esos efectos son, en el caso de la economía española, apreciables en dos sentidos. El primero, por la elevación que sobre el total de los precios de consumo ocasiona un petróleo encarecido que, lógicamente, depende de la cuantía del precio del crudo. Los cálculos efectuados por la Fundación F.I.E.S. nos dicen -como muestra el trabajo de los profesores Iranzo y Raymond que publica este número de "Cuadernos de Información Económica"- que, a partir de 30 dólares/barril, los precios de consumo se elevarán un 3% y las elevaciones serán del 4% a los vi-

gentes -por ahora- de 40 dólares/barril. Pero ese efecto se añade la repercusión crítica y diferencial que estos precios del crudo originan a determinados sectores productivos. La crisis energética es desesperadamente desigual a este respecto y origina problemas sectoriales diferentes creando situaciones complejas que obligan a ajustar las producciones de ramas enteras de la economía nacional. Los cálculos realizados destacan la decisiva incidencia de la elevación del petróleo sobre el sector transportes y, en especial, sobre el coste del transporte por carretera de importancia crítica para la economía española, dada su elevada utilización. Otros sectores productivos tendrán también problemas específicos por la elevación de los precios del petróleo: la cerámica, el vidrio, la pasta de papel y el cartón, la industria química básica planteando la necesidad de ajustes sectoriales para ganar competitividad, originándose así los problemas de las crisis industriales, el núcleo más odioso de los efectos de la crisis energética.

Los efectos sobre balanza de pagos se han destacado unánimemente como unos de los costes más significativos sobre la economía española de una elevación de los costes del petróleo. Cada dólar de aumento en el precio del barril de petróleo supone -en números redondos- para la economía española un coste adicional de 318 millones de dólares. Se trata, por tanto, de un impacto de gran importancia. De esta manera, con un precio del barril de 25 dólares, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente se agravaría en 0.44 puntos del PIB, superándose el 1.3% del PIB para un barril de 35 dólares. Valores de enorme importancia, dado el carácter gravemente deficitario de nuestros intercambios con el exterior.

32) La indiciación y la rigidez de la economía española frente a las crisis energéticas. Todos los análisis de las consecuen-

cias del alza del precio de los crudos subrayan que su gravedad no es solo consecuencia de sus aumentos iniciales sino de la indiciación con la que cada economía opere frente a los "shocks" externos del petróleo. Una elevación inicial del precio del petróleo provoca un aumento de los precios internos que debe reconocer el empobrecimiento del país importador frente al exterior. Se trata, por lo tanto, de una elevación que no puede ser repercutida sobre las rentas o retribuciones de los distintos factores para compensarla porque la pérdida que la economía ha sufrido en su relación real de intercambio con otros países no puede recuperarse por una alteración de los comportamientos internos de la economía. La experiencia de la economía española en el pasado ha venido a demostrar que los distintos grupos sociales se niegan a reconocer la pérdida de renta real que ocasiona una crisis energética. La economía española se ha configurado como una de las más indiciadas del mundo occidental. Los propietarios de los factores productivos han tratado de prevenir con elevaciones anticipadas de sus rentas la pérdida exterior que el país experimentaba a consecuencia del encarecimiento del petróleo. Estas elevaciones que constituyen lo que la OCDE ha llamado la segunda ronda de las crisis energéticas ha alcanzado una importancia difícil de exagerar en el caso de la economía española, multiplicando el proceso inflacionista y causando consecuencias muy negativas sobre el desarrollo de la economía nacional.

El papel desempeñado por el comportamiento de los salarios ha resultado fundamental a la hora de superar (o complicar) las crisis energéticas. Es evidente que toda elevación exterior del precio de los crudos que una economía no produce sino que importa supone para esa economía un empeoramiento en lo que los economistas denominan relación real de intercambio (cantidad de importaciones que pueden adquirirse con una cantidad dada de exportaciones). Ese empeoramiento de la

relación real de intercambio significa una reducción en la renta nacional real de la que el país puede disponer. En estas condiciones, es fundamental que el coste real del trabajo descienda para contener la inflación de precios y salarios, para mantener el nivel de empleo y para conseguir una mejora de la competitividad de la economía, único camino para ganar la renta perdida por el encarecimiento del petróleo. El Premio Nobel de Economía, Franco Modigliani, durante su estancia en España el pasado mes de agosto, afirmaba "en una situación como la actual en la que suben los precios del crudo, lo que más puede ayudar a solucionar el impacto de la crisis es que los salarios se muestren flexibles a la baja en términos reales. En este sentido, España tiene un cierto historial negativo porque ha tenido mucho desempleo debido a la rigidez de los salarios".

Si en las condiciones de crisis energética, los salarios no aceptan la moderación impuesta por las circunstancias exteriores y se piden y obtienen mayores retribuciones nominales y éstas se financian, se pondrá en marcha una espiral de precios y salarios, agudizándose el proceso inflacionista con pérdida para la competitividad de la economía, con un crecimiento del déficit exterior paralelo a la pérdida de dinamismo económico y a las posibilidades de creación de empleo. La comprobación de esos efectos negativos de las crisis energéticas en la economía española puede seguirla el lector de este número de "Cuadernos de Información Económica" contemplando el Gráfico del Mes que refleja el comportamiento costoso y negativo del crecimiento económico que siguió al alza del precio de los crudos y a la indiciación de los salarios convertida en la segunda ronda habitual de nuestras crisis energéticas.

4Q) Las diferencias en los efectos de la crisis sobre las distintas economías nacionales dependen, de forma decisiva, de

la situación en la que éstas se encuentren. Y aquí hay que coincidir con el Gobernador del Banco de España cuando afirmaba, recientemente, que "la crisis energética sorprendió a la economía española en un momento particularmente difícil". Ante todo, por la existencia prolongada de los dos desequilibrios básicos que han convivido con nosotros demasiado tiempo: la inflación y el déficit de balanza de pagos por cuenta corriente, claramente divergentes respecto de los valores registrados en los países centrales de la CEE. La importancia de esos desequilibrios había sido reconocida por la política económica desde mediados de 1989, imputándolos a un crecimiento excesivo de la demanda interna. Son las medidas aplicadas para frenar esa demanda interna excesiva las que explican la limitada desaceleración de la demanda y la frágil situación en la que la aplicación de esas medidas habían colocado a la economía española antes de llegar el costoso verano del 90. El lector conoce la debilidad de esas medidas arbitradas por el Gobierno para reducir los desequilibrios y conseguir una convergencia con la CEE porque esa debilidad la hemos denunciado con pesada reiteración desde estas páginas: la aplicación de una política monetaria restrictiva y de una política presupuestaria arbitrariamente expansiva. Es esa combinación indeseable la que ha limitado sus efectos sobre la estabilidad de precios y la que ha ocasionado sus costes principales.

La política monetaria restrictiva ha contado desde el segundo semestre de 1989 con el instrumento contundente de la limitación del crédito interno que ha operado con la resonancia que le concedía el aislamiento del crédito exterior por el establecimiento del depósito obligatorio que lo hacía prohibitivo. Esa política monetaria ha provocado una cascada de consecuencias inevitables pues se ha manifestado en elevaciones de los tipos de interés originando grandes diferenciales con los países de la CEE, tipos de interés elevados

que, a su vez, han atraído capital extranjero presionando con ello al alza el tipo de cambio de la peseta (sin relación alguna con los datos fundamentales de la economía), un efecto que ha agravado el desequilibrio de la balanza de pagos al afectar negativamente la competitividad de nuestras producciones.

Esa política monetaria restrictiva ha descargado su freno sobre la demanda excesiva afectando prioritariamente a las inversiones (más sensibles al alza de los tipos de interés y a las limitaciones del crédito interno). Los indicadores disponibles de demanda de inversión, aún recogiendo todavía datos distantes en el tiempo, son bien elocuentes a este respecto:

CUADRO 1

Indicadores de la demanda de inversión  
(Tasas de variación del periodo transcurrido en el año)

	Ultimo mes de referencia (según datos disponibles)	Tasa de variación (%)
I. EQUIPO Y MATERIAL DE TRANSPORTE		
IPI Bienes de equipo .....	Junio	-5.3
Importación bienes de equipo (volumen) .....	Agosto	7.3
Matriculación camiones .....	Abril	-3.2
Venta vehículos pesados .....	Mayo	-22.2
Matriculación tractores agrí- colas .....	Mayo	-4.4
Indice inversión en equipo .....	Julio	-5.7
II. CONSTRUCCION		
Consumo de cemento .....	Mayo	14.0
Licitación oficial (ptas. cons- tantes) .....	Junio	47.1
Viviendas iniciadas .....	Mayo	-26.2
Viviendas terminadas .....	Mayo	8.2
Empleo en construcción .....	II Trimestre	10.5

Como puede comprobarse, los dos grandes conceptos en los que el Cuadro 1 agrupa los indicadores de la inversión, presentan comportamientos divergentes: una negativa desaceleración predomina en el grupo de equipo y material de transporte y, especialmente, en este último concepto, con caídas espectaculares en algunos epígrafes como el de vehículos pesados. El comportamiento de esos componentes de la inversión ha llevado a algunos analistas (véase en este número de "Cuadernos" el trabajo "Los tipos de interés y la crisis") a hablar de "descalabro en la inversión de bienes de equipo" y a plantear la preocupación por las razones de fondo que subyacen en esa desaceleración de las inversiones (inflación de costes -a la que luego aludiremos- y altos tipos de interés). Al contrario que los indicadores de la inversión en equipo y material de transporte, los de la construcción continúan su crecimiento, aunque aparezca ahí un dato revelador y preocupante para el futuro: el índice de viviendas iniciadas con una desaceleración que puede ser un heraldo de los peligros que amenazan al sector cuando la obra pública vaya finalizando los proyectos en curso de cara al 93.

Ese freno al exceso de demanda interna que la política económica aplicada ha dirigido al componente de la inversión ha producido ya una alteración en la demanda de inversiones que se ha registrado antes de la crisis energética. Alteración que testimonia, con toda probabilidad, que las empresas estiman que se ha reducido el rendimiento esperado de las futuras inversiones (la eficacia marginal del capital), lo que ha contribuido a su desaceleración, no solo por las dificultades de su financiación sino por la evaluación creciente del riesgo de esas inversiones. Sin duda, un factor que ha desanimado la inversión empresarial es la caída de los excedentes empresariales cuyo crecimiento en la etapa de recuperación (1985-89) sostenía la vitalidad incomparable de la que las inversiones españolas ofrecieron pruebas indiscutibles en sus indicadores. La debilitación de los excedentes empresariales se ha producido por el hecho quizás más destacado del año 1990 sobre cuya importancia alertaba el Informe del Banco de España, publicado el pasado mes de julio y que

recogíamos en el número anterior de "Cuadernos de Información Económica": la elevación de los costes de producción. Ese aumento de los costes empresariales ha contado con dos fuerzas poderosas: la aceleración del coste laboral unitario y el aumento de los impuestos indirectos por unidad de producto. El coste laboral unitario se ha elevado por el crecimiento de los salarios sin cotizaciones sociales que aumentarán en el año actual por encima de los valores registrados en 1989 (en el mejor de los casos en 1 punto porcentual), aumento al que se añaden las cotizaciones sociales que no han registrado la desaceleración de 1989 con lo que crecerán 2 puntos más en 1990. Por otra parte, el crecimiento de los impuestos indirectos netos de subvenciones aportarán más de 1 punto porcentual al aumento de los costes de producción en 1990. Solo los precios de importación restarán peso al pesado fardo de los crecidos costes de las empresas aunque lo hagan en valores reducidos (estimados por el Banco de España en una contribución de 0.3 puntos porcentuales), factor positivo este que la crisis energética alterará negativamente a partir del mes de agosto. En estas circunstancias, el aumento de los costes de producción provocará dos consecuencias: la disminución de los excedentes empresariales y las dificultades de disminuir la inflación subyacente. Es el primero de esos efectos el que ha incidido, está incidiendo e incidirá sobre la demanda de inversión de las empresas. Los datos de la Central de Balances del Banco de España recogerán con toda probabilidad la disminución de los beneficios empresariales de 1990 como consecuencia inevitable de ese comportamiento de los costes por unidad de producto.

Esa debilitación de los beneficios de las empresas ha obligado a éstas a contar, cada vez más, con recursos financieros ajenos para atender a sus proyectos de inversión y, en esas condiciones, la rentabilidad de las inversiones futuras se ha enfrentado con los costes financieros impuestos por los distintos mercados. Ciertamente que las limitaciones de crédito establecen claras cortapisas para la financiación empresarial pero, también es cierto, que el mecanismo de los pagarés de empresa permite allegar recursos adicionales y así ha

ocurrido durante parte de 1990. Sin embargo, en la situación actual el mercado de pagarés de empresa parece estabilizado en la cuantía de los fondos suministrados, lo que vendría a ratificar el hecho de que la pérdida de energía de las inversiones proviene de la disminución de los rendimientos esperados de la misma. La demanda de inversión parecería, así, debilitada por motivos reales y no estrictamente financieros, un hecho que sería indicativo del fin del auge de la inversión que ha interpretado el proceso de recuperación de la economía española en los años pasados.

Frente a ese freno que la política monetaria ha aplicado a la demanda de inversión nos encontramos con el hecho de que la falta de una política presupuestaria estabilizadora ha consentido un crecimiento en el consumo privado, el gran motor del aumento excesivo de la demanda interna en España. En el análisis de la situación económica que "Cuadernos" publicaba el pasado mes de julio, se afirmaba que el consumo privado contaba con la provisión de fondos necesaria para continuar su crecimiento en 1990 proveniente de tres fuentes: las devoluciones aplicadas del Impuesto Personal sobre la Renta (300.000 millones de pesetas: 1% de la renta familiar disponible), el pago de las cláusulas de revisión de los salarios pactados en convenios y la concesión de la paga lineal extraordinaria de los funcionarios públicos (200.000 millones de pesetas: 0.6 puntos de la renta familiar disponible) y las mayores rentas provenientes del aumento del empleo (3.5% hasta el segundo trimestre) y los mayores salarios negociados en convenio (con crecimientos del 2.3% en términos reales con datos del primer trimestre). Es esta provisión de fondos la que ha sostenido el crecimiento del consumo privado en el año actual.

Los indicadores de la demanda de consumo que recoge el Cuadro 2 testimonian el comportamiento del consumo privado en 1990.

CUADRO 2

INDICADORES DE LA DEMANDA DE CONSUMO  
(Tasas de variación del periodo transcurrido en el año)

	<u>Ultimo mes de referencia según datos disponibles</u>	<u>Tasa de variación (%)</u>
Producción bienes de consumo .....	Junio	3.6
Importación bienes de consumo (volumen) .....	Agosto	10.8
Ventas en grandes almacenes (real) .....	Junio	7.3
Consumo de gasolina .....	Agosto	4.0
Matriculación de turismos .....	Agosto	-7.2
Ganancia por trabajador (real) ....	I Trimestre	2.3
Empleo total .....	II Trimestre	3.5

Las cifras del Cuadro 2 permiten contemplar, fragmentariamente, como el consumo se ha comportado en el año actual. Cimentado en las crecientes ganancias reales por trabajador y en el aumento del empleo total, los indicadores del consumo corriente testimonian su crecimiento en 1990. Solo los bienes duraderos presentan, a través de la matriculación de vehículos, una desaceleración, a partir de las elevadas tasas de 1989. Es probable que esa misma desaceleración se haya registrado en otros bienes de consumo duraderos (electrodomésticos y otros bienes de equipo familiar). Sin embargo, el consumo corriente ha continuado su marcha a ritmos apreciables como testimonian las cifras del Cuadro 2.

El consumo de las Administraciones Públicas de la segunda mitad del año, aún desconocido en sus cifras definitivas, es probable que esté añadiendo un empuje adicional a la demanda interna. Algo que ya está ocurriendo pero que desconoceremos hasta que las cifras definitivas de las Administraciones Públicas nos digan la ver-

dad final sobre su comportamiento efectivo. La presunción de que, del lado del presupuesto de las Administraciones Públicas, no se registra la contención esperada de la demanda interna, quizás sea hoy aventurada pero cuenta con el comportamiento sistemáticamente expansivo de los años anteriores.

La limitación de la política económica tendente a frenar el crecimiento excesivo de la demanda a las fronteras señaladas por la política monetaria y el abandono de los deberes estabilizadores de la política presupuestaria, constituye una realidad innegable que ha ocasionado dos efectos bien conocidos: los mayores costes de la política estabilizadora al gravitar sobre la demanda de inversión y la persistencia de los dos desequilibrios -interno y exterior- que llegaban al verano del 90 con algunas reducciones pero con magnitudes preocupantes.

Los indicadores de precios y salarios presentan en los datos disponibles los valores que ofrece el Cuadro 3.

**CUADRO 3**

**INDICADORES DE PRECIOS Y SALARIOS**  
**(Tasas de variación en los periodos que se citan)**

	Ultimo dato disponible	Variación s/año anterior	
		1990	1989
<b>PRECIOS</b>			
Precios agrícolas .....	Mayo	4.4	10.4
Precios industriales .....	Julio	1.0	4.4
Importación CIF.....	Agosto	-6.1	0.7
Exportación FOB.....	Agosto	-3.9	2.8
Precios de consumo (IPC) .....	Agosto	6.5	6.6
. Alimentos frescos .....	Agosto	6.9	3.6
. Alimentos preparados .....	Agosto	5.6	9.2
. Bienes industriales .....	Agosto	4.4	4.2
. Servicios .....	Agosto	9.4	9.0
Inflación subyacente .....	Agosto	6.5	7.2
Comunidad Europea (IPC) .....	Julio	5.5	5.3
<b>SALARIOS</b>			
Convenios colectivos .....	Agosto	8.1	6.4
Encuesta (INE) .....	Marzo	8.6	6.4

Varios hechos destacan en un rápido repaso de las cifras anteriores. La reducción de la carga inflacionista que se percibe al comparar las tasas de inflación de 1989 y el año actual tiene unas fronteras limitadas. Se aprecia una caída importante de los precios agrícolas (10.4% en 1989, frente al 4.4% en 1990) que, sin embargo, no ha traducido sus efectos sobre el componente de alimentos frescos del IPC (¿síntoma quizás del coste de intermediación de la puesta en mercados de consumo de los productos agrarios?). La variación más espectacular de los indicadores de precios se registra en los precios de importación (-6.1% en 1989 frente a una práctica estabilidad en 1990: 0.1%), un componente éste fundamental para los resultados de la inflación en el actual ejercicio. Es también destacable el lento ritmo de avance de los precios industriales y del grupo de alimentos preparados del IPC. Por el contrario, los indicadores de los precios del sector servicios, con una elevación en 1990 superior a la de 1989, continúan denunciando la existencia de una economía dual, agudizada desde el ingreso de España en la CEE: la que diferencia los precios de los productos industriales y agrarios, sometida a la competitividad de Europa y los precios de los servicios protegidos frente a esa competitividad exterior y a los que no han llegado dosis de liberalización y competencia suficientes para variar su comportamiento inflacionista. La falta de una política económica que aborde los problemas planteados por el sector servicios constituye una de las ausencias más llamativas de la vida económica española.

La caída en las tasas de inflación subyacente que el Cuadro 3 muestra es una ganancia destacable del ejercicio actual, al igual que la reducción del diferencial de inflación respecto a los países comunitarios. Datos ambos que deberán esperar a los meses próximos para revalidar su vigencia a lo largo del ejercicio.

Los dos últimos conceptos del Cuadro 3 manifiestan la importante aceleración salarial del actual ejercicio que influirá en la tasa de inflación de los meses próximos, lo que se añadirá al efecto

negativo de ese comportamiento sobre los excedentes empresariales antes acentuado como un hecho fundamental del ejercicio presente.

El segundo desequilibrio de la economía española, el exterior, muestra -a la altura del mes de agosto- según los datos del Registro de Caja del Banco de España los valores que recoge el Cuadro 4.

**CUADRO 4**

**BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (SALDOS)  
REGISTRO DE CAJA. ENERO-AGOSTO**

	Millones de dólares			Miles de millones de pesetas		
	Enero- Agosto 1989	Enero- Agosto 1990	% Varia ción	Enero- Agosto 1989	Enero- Agosto 1990	% Varia ción
Mercancías .....	-14.903	-17.250	-15.7	-1.778.2	-1.807.4	-1.6
Servicios .....	5.975	5.389	-9.8	716.5	556.0	-22.4
Transferencias ..	2.846	3.321	16.7	338.1	347.8	2.9
BALANZA CORRIEN TE .....	-6.082	-8.540	-40.4	-723.7	-903.6	-24.9
Inversión extran jera .....	11.491	11.376	-1.0	1.371.7	1.177.8	-14.1
Otro capital a largo .....	482	-97	--	51.9	-12.4	--
BALANZA DE CAPI TALES .....	11.973	11.279	-5.8	1.423.6	1.165.4	-18.1
BALANZA BASICA ..	5.891	2.739	-53.5	700.0	261.8	-62.6
Capital a corto y otros agrega dos .....	559	2.824	405.2	51.2	300.0	485.9
VARIACION RESER VAS CENTRALES ...	6.450	5.563	-13.8	751.2	561.8	-25.2

Tres son los aspectos más significativos en la evolución de la balanza de pagos española en los ocho primeros meses de 1990. En primer lugar, la desaceleración del ritmo importador y el sostenimiento del exportador, que ha permitido que el déficit comercial en pesetas creciera sólo el 1.6% frente al 71% de igual periodo del año anterior.

En segundo lugar, la caída de los ingresos por turismo en el 8.3%, dato que se explica por el menor número de visitantes llegados a España (-3.8% hasta agosto). Los ingresos por turismo que en el periodo enero-agosto de 1989 supusieron el 20.1% de los ingresos de la balanza de pagos corriente se redujeron al 17.8% en igual periodo de 1990.

El tercer dato, muy significativo para explicar la evolución de la economía española, es el notable incremento de la inversión extranjera que todavía en el periodo enero-agosto se elevó a 30.349 millones de dólares, el 42.8% más que en igual periodo de 1989. Es cierto que los pagos por desinversión (cartera fundamentalmente) se elevaron a 18.972 millones de dólares, el 94.3% más que en enero-agosto de 1989, lo que ha llevado a que la inversión neta extranjera del periodo enero-agosto de 1990 y de 1989 se haya situado respectivamente en 11.376 y 11.491 millones de dólares, cifras que, en definitiva, confirman como la inversión extranjera neta ha sostenido los ritmos de su incorporación hasta agosto. En relación a esta vitalidad de la incorporación del ahorro exterior hay que destacar que las inversiones extranjeras netas a lo largo de los años 1985 a 1989, más los ocho meses de 1990 ha supuesto la impresionante cifra de 50.967 millones de dólares. Probablemente el hecho más significativo del crecimiento económico español en el quinquenio expansivo 1985-1990.

Es ese valor positivo de la inversión extranjera el que denuncia la magnitud negativa del déficit de ahorro interno y la decisiva aportación del ahorro exterior para sostener las elevadas tasas

de crecimiento de la economía española a lo largo de su proceso de recuperación.

¿En qué medida esa situación frágil de la economía española se verá afectada por la crisis energética?. ¿Es presumible que continúe la aportación del ahorro exterior a nuestra economía en las nuevas condiciones que establece la disponibilidad de fondos alterada por los precios de la energía?. ¿Continuará la credibilidad del ahorro exterior en el futuro de la economía española?. Son todos ellos interrogantes cuya importancia solo es superada por la dificultad de hallarles respuestas razonables.

Es evidente que la nueva configuración de los precios de los crudos producirá en este caso, como ocurrió en anteriores ocasiones, una transferencia de fondos desde los países importadores de petróleo a los exportadores. Los países deficitarios de petróleo y con déficit en sus balanzas de pagos se verán gravemente afectados para mantener su financiación exterior. La magnitud del déficit de la balanza de pagos española, ocasionada por la elevación del precio del petróleo, se sitúa en el mejor de los casos (25 dólares barril) en 0.44-0.5 puntos del PIB, lo que sumado al déficit previsto antes de la crisis energética nos llevaría a un déficit corriente de balanza de pagos del orden de 4.4 puntos del PIB. Lograr los fondos precisos del ahorro exterior para cubrir este bache no va a resultar una tarea sencilla, dificultada como lo estará, no solo por las crecientes necesidades de ahorro de otros países, sino por el cambio de los oferentes de fondos y de los canales de su distribución (con mayor presencia de los países productores de petróleo).

Con todo, esas posibilidades de financiación exterior tendrán en el acierto de la política económica española frente a la crisis el principal de los avales para reclamar la credibilidad de nuestros acreedores. Es por este motivo por el que la definición de una política resuelta y bien fundada frente a la crisis económica constituye el escenario decisivo en el que se juega el futuro de la economía española.

Los componentes de una política española frente a la crisis petrolífera.

La peculiar situación en la que se encontraba colocada la economía española al llegar el conflicto del Golfo Pérsico, que se ha expuesto anteriormente, es la que concede a sus consecuencias una especial gravedad. Porque el aumento del precio de los crudos constituye una dosis marginal importante que intensifica los desequilibrios de inflación y déficit de balanza de pagos por cuenta corriente que nos alejaban ya de la Europa comunitaria y dificultaban la convergencia necesaria ante la llegada del Mercado Unico y el cumplimiento de nuestras obligaciones dentro del Sistema Monetario Europeo. Antes de la llegada de la crisis del Golfo, las divergencias de los equilibrios de la economía española con la europea eran importantes y obligaban a la práctica de una política de ajustes dura y perseverante que el Gobierno aplazó o, más bien, aplicó parcial y limitadamente a través de medidas de política monetaria que han ocasionado costes para la inversión y las exportaciones y una disminución lenta e insuficiente de los desequilibrios de la economía. La situación de la economía y el repaso de las medidas aplicadas para su tratamiento hasta julio de 1990 revela la ausencia clamorosa de una política presupuestaria que parecía haber renunciado en España al cumplimiento efectivo de sus deberes al servicio de la estabilidad. Ha faltado también -como se afirmaba en el número de "Cuadernos" de julio- una política de gasto público que disciplinara y controlara su crecimiento y aumentara su eficiencia y no se ha realizado la reforma de la imposición al servicio del aumento del empleo, del ahorro y la inversión, adaptando los distintos gravámenes a los dictados de la convergencia de la fiscalidad con los países de la CEE.

Es esa debilidad de partida la que hace inaplazable la práctica de un ajuste riguroso porque a ella se ha añadido la crisis petrolífera que intensifica los desequilibrios acumulados por la economía española. Contemplada desde esta perspectiva, la crisis del

Golfo Pérsico añade una dosis cualitativa y cuantitativa fundamental para urgir una política de ajuste riguroso. Dos son los errores que convendría evitar a este respecto. El primero, perderse en la discusión de si la gravedad de la situación se debe a los problemas que la economía tenía planteados antes de la crisis del Golfo Pérsico y no a las consecuencias de ésta sobre la economía española. Hoy tenemos acumulados los problemas. No podemos perder el tiempo en discusiones para imputar la parte de esos problemas que corresponden a los desequilibrios acumulados y la parte que es imputable a las crisis de precios del petróleo e incertidumbre derivada de la situación creada por Irak. Definámos la política necesaria y apliquémosla con decisión para remediar los desequilibrios actuales.

El segundo error es más peligroso y más grave. Se trata de definir con acierto la política económica que reclama el tratamiento de esos problemas de desequilibrios actuales de la economía. Algunas opiniones han descalificado a la política económica aplicada por el Gobierno puesto que ha llevado a desequilibrios económicos inaceptables y han reclamado un cambio radical de esa política económica. Se propugna así una nueva política económica que ataque los males estructurales que padecía nuestra economía antes de la crisis. Es evidente que los defectos de la política económica, dirigida a reducir los desequilibrios de precios y balanza de pagos desde 1989 hasta hoy, han sido los del retardo de su aplicación y la insuficiencia de sus medidas. Se ha actuado tarde, dejando ir a los desequilibrios más allá del límite que demandaba la prudencia y oportunidad políticas. Y las medidas tendentes a reducir los desequilibrios no han contado con el componente básico de la política presupuestaria. Se ha afirmado incluso por los rectores de la política económica que ésta debía contar con el componente de la política presupuestaria pero ha faltado el coraje y la decisión para aplicar esas medidas.

Dicho en otros términos, los defectos han residido en la pereza y la parcial aplicación de una política de estabilidad pero esa crítica no justifica la búsqueda de una nueva política que abandone

el componente y la orientación de las medidas aplicadas. Esa nueva política económica que se propone no puede ser nueva más que en el sentido de completar las ausencias de la política económica aplicada (lo que no es poco) con el complemento de aquellas otras que la crisis energética abierta en agosto hace ahora indispensables.

¿Cuáles deberían ser los elementos integrantes de esa política de ajuste así entendida?. Esa pregunta se ha contestado en los distintos foros de los organismos internacionales de modo coincidente en los últimos tiempos. Se trata de una política económica basada en la experiencia de las crisis energéticas y en el sentido común cuyo éxito depende de la voluntad social y política puesta en la adopción y aplicación de sus medidas y no en la búsqueda de soluciones espectaculares que no existen. Esas medidas derivadas de las enseñanzas del pasado son las que alimentan la agenda de trabajo de la política económica en muchos países y que traducida en términos españoles deberían integrar las siguientes decisiones:

- 1) La práctica de precios realistas de la energía, lo que supone trasladar automáticamente sobre los precios internos los aumentos registrados en el mercado de crudos. Cualquier intento de retardar esa traslación de precios equivaldrá a subvencionar y estimular su consumo, impidiendo que el mercado asigne eficientemente los recursos energéticos disponibles. Una decisión que el Gobierno ya ha adoptado.
- 2) El súbito encarecimiento de los crudos ha revelado defectos graves en la programación energética en muchos países, entre ellos el nuestro. La necesidad de actualizar el PEN y reducir la dependencia del petróleo se ha destacado por todas las opiniones. Propuestas coincidentes hoy aceptadas con generalidad son las de economizar al máximo las utilizaciones de la energía y, en especial, la utilización del petróleo, un esfuerzo que parece haber detenido en España la caída de los precios del petróleo desde 1986. También hay coincidencia general en aumentar la participa-

ción del gas natural en el suministro de energía, que cuenta con una reducida presencia relativa en el abastecimiento energético español. El tema que, obviamente, ha atraído mayor atención es la decisión sobre la utilización de la energía nuclear que divide a la opinión pública y política pero que parece necesario abordar y no esquivar en cualquier opción energética de futuro. Esta area de la política de ajustes se ha anunciado por el Gobierno pero no se ha concretado hasta ahora. Una demora en estas actuaciones sería un error grave.

- 3) Los efectos de la elevación de los precios de la energía no deberían originar la segunda ronda de la crisis que se ha manifestado con la puesta en marcha de la espiral precios-salarios que agravará siempre la inflación y aumentará el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Para conseguir ese objetivo la política económica no deberá financiar las elevaciones del precio de la energía y, en el caso de la economía española, deberá reducir los desequilibrios existentes mediante la práctica de una política monetaria y presupuestaria restrictivas que reduzcan el ritmo de expansión de la demanda interna. Este es el gran déficit de la política económica aplicada hasta hoy. El Presupuesto para 1991 la anuncia pero es preciso aplicarla.
- 4) La colaboración de la política presupuestaria en la tarea de reducir los desequilibrios de la economía adquiere una importancia decisiva para asistir a las medidas de política monetaria que no podrán seguir monopolizando las tareas de estabilización por sus mayores costes y evidentes limitaciones derivadas de nuestra incorporación al Sistema Monetario Europeo.
- 5) Una política monetaria restrictiva debe actuar por razones de rapidez, eficacia y ejemplaridad sobre la contención del gasto público cuyas tasas de crecimiento deberían situarse por debajo de los aumentos del PIB. La restricción presupuestaria podría ser asistida por los aumentos de la imposición indirecta. Sin embar-

go, esa alternativa corre el riesgo de incorporarse a las reivindicaciones salariales intensificando la inflación. La imposición directa no debería utilizarse como componente de la restricción presupuestaria por sus efectos negativos sobre el ahorro privado que podrían anular, así, las elevaciones del ahorro público logrado por la restricción presupuestaria.

- 6) Es preciso articular una política favorecedora del ahorro que debe tener tres escenarios: el ahorro público deberá aumentar sin reducir el ahorro privado, lo que exige contener el crecimiento de los gastos consuntivos y aumentar los impuestos sobre el consumo; deberá elevarse, asimismo, el ahorro empresarial que debe ser fomentado fiscalmente al igual que el ahorro familiar. Ese estímulo del ahorro privado (empresarial y familiar) reclama una reducción de los obstáculos que a su realización establecen la inflación y la fiscalidad, cuya reforma deberá orientarse para impedir la descolocación del ahorro que puede impulsar la competencia de los sistemas impositivos comunitarios que ha agudizado la liberalización, ya iniciada, de los movimientos de capital desde comienzos del mes de julio de este año. El déficit de la política fiscal aplicada en España es, a este respecto, abrumador.
  
- 7) El comportamiento de los salarios en el proceso de reducción de los desequilibrios ocasionados por la multiplicación del precio de la energía adquieren una importancia decisiva. Un aumento excesivo en los salarios que sitúen a éstos por encima de los avances de la productividad afecta negativamente a la competitividad de la economía y no constituyen un medio eficaz para mejorar la distribución de la renta en beneficio de los trabajadores. El deterioro de la competitividad afectará negativamente a las cuentas exteriores, a las posibilidades de inversión y a la capacidad de la economía para crear empleos duraderos. Por otra parte, los aumentos excesivos de salarios, o terminan erosionando a través de costes y precios mayores el poder de compra de los mayores sala-

rios nominales o bien, si se consiguen transitoriamente salarios reales mayores con un crecimiento de éstos superior a los avances de la productividad, esa diferencia afectará al desarrollo de las inversiones, de la producción y del empleo. Un crecimiento de los salarios reales, acompasado a los aumentos de la productividad, conseguido sin tensiones excesivas del gasto nacional que puedan estimular el exceso de beneficios y costes, constituyen las condiciones inexcusables para el desarrollo de las inversiones y la creación de empleo. Es esta una debilidad española que necesita corrección urgente.

- 8) Doblegar el crecimiento excesivo del gasto nacional precisa, pues, la aplicación resuelta de una política económica integrada por medidas monetarias restrictivas, por una política presupuestaria que contenga el crecimiento del gasto público por debajo del crecimiento del PIB y elimine el déficit público y por una moderación en el crecimiento de las rentas. Esas políticas dirigidas a disciplinar el gasto nacional y cuya presencia simultánea es indispensable, deben complementarse con políticas de oferta que liberalicen y flexibilicen los mercados de capital y trabajo, estimulen la capitalización y modernización de las empresas, elevando la eficacia de la economía. Estas necesarias medidas de la política de oferta han faltado o han sido insuficientes en España.

\* \* \*

No resulta, ciertamente, tarea sencilla, cumplir con estos deberes que contiene esa agenda elemental de política económica. Sin embargo, la experiencia disponible nos indica que ahí donde se aplicaron resueltamente medidas para economizar los consumos de energía y sustituir el consumo de petróleo, donde se aplicaron con decisión medidas monetarias y presupuestarias restrictivas y pudo conseguirse reducir la intensidad de la segunda ronda de la crisis petrolífera

con moderaciones salariales, se convirtieron en los lugares en que se pudo superar la crisis energética con menos costes y en menos tiempo. Una experiencia de la que deberíamos aprender quienes hemos tenido que pagar costes mayores por alejarnos del cumplimiento de esos deberes elementales.

**EL IMPACTO ECONOMICO DE LA CRISIS DEL GOLFO**

*Roberto Centeno (\*)*

La situación actual de las economías occidentales a finales del pasado mes de julio, se asemejaba mucho en algunos aspectos a la existente en el verano del 73, justo antes de que se iniciara la espiral alcista de la primera crisis: inflación y déficit crecientes, y temor a una recesión. Todavía hoy se discute si buena parte de lo que ocurrió después, no hubiera sucedido en cualquier caso, y si la incidencia real sobre los equilibrios macroeconómicos de la subida del precio del petróleo no ha sido sobrevalorada.

Personalmente opino que sin la crisis del petróleo, la recesión se hubiera evitado, o en todo caso no hubiera llegado ni de lejos a donde llegó, y por estas razones creo que la crisis actual, aunque no tan seria como en la del 73, puede tener un impacto muy negativo sobre las economías de los países importadores, y muy particularmente sobre los del Tercer Mundo, que han pasado de consumir el 18% del petróleo mundial en 1973 al 28% actualmente, o sobre aquellos industrializados cuya dependencia del petróleo y sus intensidades energéticas por unidad de PIB son todavía muy elevadas, como es el caso de España.

**Efectos macroeconómicos.**

El primer efecto de una elevación de los precios del petróleo es un incremento en la inflación (vía costes), acompañado simultáneamente de una reducción en la demanda agregada y, en consecuencia, en la renta (o en el crecimiento de la misma). El segundo efecto es una redistribución de renta entre los países productores y no productores en favor de los primeros, que tiene consecuencias importantes sobre los mercados internacionales de capitales, cuyo volumen tiende a expandirse por el incremento del ahorro (productores) y el incremento de las necesidades de financiación (consumidores). Un tercer efecto es un incremento del déficit por cuenta corriente en las balanzas de pagos de los países consumidores, y un superávit en los productores. En conjunto se produce una alteración seria de los equilibrios macroeconómicos preexistentes tanto nacional como internacionalmente.

Las respuestas a estas alteraciones y sus resultados esperables son hoy conocidos, algo que no ocurría en 1973-74, por lo que las medidas de política económica pueden y deben ser hoy más certeras y eficaces que en el pasado. Un primer elemento

---

(\*) Catedrático de la Universidad Politécnica de Madrid.

clave en el proceso de ajuste, es la evolución de rentas (salarios, intereses, beneficios) tanto en términos nominales como en términos reales. Si el mantenimiento del empleo y la contención de la inflación son objetivos prioritarios, ello necesita como condición una reducción en las rentas reales (no solo los salarios) que perciben los diferentes agentes económicos. Si esto no ocurriera se produciría automáticamente una inflación de costes secundaria, la cual produciría una nueva contracción de la demanda (y de la renta y del empleo), a no ser que el gobierno incrementara la oferta de dinero, lo que sólo sería un remedio temporal, ya que finalmente acabaría en una espiral precios-salarios, que dificultaría enormemente la salida de la crisis como ocurrió en España en los años 70.

La mecánica del proceso es clara, la elevación del precio del petróleo supone una reducción de la renta real del país, renta que se transfiere a los países productores, si esta reducción de la renta real (o si se prefiere, este empobrecimiento) no va acompañada de reducciones en las rentas reales que reciben los distintos agentes económicos, el sistema no puede encontrar un nuevo equilibrio, y ni la política monetaria ni la política fiscal pueden mantener el nivel de empleo preexistente. La explicación más detallada de todo este proceso se realiza en el anexo nº 1 desde la óptica de la teoría de oferta, combinando la función de producción con las curvas de oferta y demanda de trabajo, y las curvas de oferta y demanda agregadas, sólo si los agentes económicos aceptan una reducción de sus rentas reales, es decir, aceptan el hecho real del empobrecimiento que se ha producido, es posible encontrar un nuevo equilibrio. Otro problema adicional es el procurar que todos los agentes económicos soporten el peso del ajuste más o menos por igual, y que ninguno de ellos intente cargar a los demás con todo el empobrecimiento que el proceso supone, algo más difícil de lograr en la práctica.

Por lo que se refiere a los efectos sobre la balanza por cuenta corriente, que es otra de las grandes debilidades de la economía española actual, ésta tenderá a empeorar por el coste extra de las importaciones, y a mejorar en la medida que nuestras exportaciones a los países de la OPEP aumenten. Desgraciadamente esta última parte es muy reducida (el 3.3% de las exportaciones totales de 1989), por lo que el déficit extra apenas si se compensa por esta vía. Ello agravará más aún una situación que de por sí era altamente preocupante, y una amenaza importante a las expectativas de desarrollo futuro de nuestro país, que puede acabar encontrando por esta causa una limitación a su crecimiento.

#### Un escenario probable.

Para cuantificar el impacto sobre la economía española de la crisis del Golfo, lo primero es tratar de definir un escenario de evolución posible de precios, y a partir del mismo tratar de evaluar las consecuencias macroeconómicas. Un escenario probable

hace unos días era el mantenimiento del precio del crudo oscilando alrededor de los 30\$/barril, pero la fuerte especulación producida en los mercados ha elevado el crudo por encima de los 40\$ por lo que razonaremos sobre la base de un precio medio del barril de 40\$ a lo largo de todo el semestre dado que los primeros meses del mismo, el crudo ha estado por debajo de esta cifra, mientras que los últimos es posible que el crudo llegue a alcanzar los 50 ó 60\$ una vez que la guerra haya estallado (Cuadro 1).

CUADRO 1

EVOLUCION DE LOS PRECIOS DEL CRUDO IMPORTADO POR ESPAÑA			
	Año	\$/bbl	Ptas 1990/t
	1987	16.54	18.040
	1988	13.47	13.111
	1989	15.54	14.559
1º Sem.	1990	16.17	12.844
2º Sem.	1990 (estimación)	40.00	29.440

Es cierto que pueden producirse nuevas y más graves consecuencias. Sadam Hussein ha amenazado con destruir los campos petrolíferos de Oriente Medio si estalla la guerra, pero eso es una pura baladronada, sencillamente porque no tiene poder para hacerlo. Puede destruir los campos kuwaitíes (y probablemente lo hará), también los iraquíes, pero ahí acaba todo su poder, pero con eso no empeora nada, pues su producción ha cesado desde hace siete semanas, y no hay escasez de petróleo en el mercado. Que sea capaz de destruir otros pozos y en particular los saudíes es pura fantasía.

Durante la guerra con Irán, un país que prácticamente carecía de defensa aérea, la aviación iraquí jamás fue capaz de interrumpir la producción iraní. Ni siquiera la isla de Kharg, que es un blanco perfecto para aviación, y que fue atacada reiteradamente, llegó a interrumpir su producción más que esporádicamente. Los campos saudíes, que no son un blanco fácil, porque están mucho más dispersos, y protegidos además por la aviación norteamericana, y los sistemas más modernos del mundo de defensa aérea y contra misiles, no es creíble que puedan ser destruidos por los iraquíes. Lo más que pueden conseguir son daños superficiales que deben poder ser reparados en cuestión de días. No es previsible, por tanto, ninguna catástrofe en los suministros, y sólo el nerviosismo de algunos y las maniobras

especulativas de otros están produciendo la actual situación.

La guerra en sí, no debería ser muy larga. Una vez que las unidades acorazadas norteamericanas (el 3º Ejército y el 7º en particular) lleguen a la zona, lo que ocurrirá en forma completa hasta mediados de octubre o principios de noviembre, la liberación de Kuwait y la destrucción del ejército iraquí, no debería necesitar más allá de dos o tres semanas, ya que una cosa es luchar contra un ejército medieval, como fue el caso de Irán, y otra muy diferente el enfrentarse a soldados profesionales altamente motivados, y equipados con el material más moderno. A partir de la derrota iraquí, la producción petrolera debería empezar a fluir normalmente, y los precios a restablecer un nivel más razonable.

Evidentemente esto no es más que un simple escenario, probable pero no seguro. Si de súbito se alcanza un acuerdo de paz, los precios bajarían inmediatamente, si por el contrario la guerra dura más de lo previsto y las destrucciones a instalaciones petroleras son mucho mayores, el precio del petróleo puede llegar a las nubes. No obstante razonaremos el impacto sobre la base de 40\$/barril de media durante todo el próximo semestre.

#### El impacto sobre España.

España consumirá en 1990 unos 48 millones de t. de petróleo, y otras 5 más en gas natural equivalente que está indexado con el petróleo, estamos hablando por tanto de unos 53 millones de t. para 1990, ello significa un coste adicional en este segundo semestre del año de unos 440.000 millones de pesetas. Extrapolado a nivel año, las importaciones de petróleo y gas supondrían cerca del 3% del PIB, cifra casi doble que la del año pasado (1.6% del PIB), y muy superior incluso a la de 1974 (2.5% del PIB) aunque todavía inferior a la de 1981 (5.8% del PIB).

En definitiva, aunque en este caso puede ser temporal, el impacto sobre nuestro PIB es muy importante y superior incluso al producido durante la primera crisis del petróleo, con la única salvedad que entonces se pasó de súbito del 0.6% del PIB en 1972 al 2.5% en 1974, es decir, un empobrecimiento de España en 1.9 puntos de PIB, y ahora el empobrecimiento sería de 1.4 puntos. De una manera simplista esto supone que nuestro crecimiento se reducirá, al menos, en la misma cantidad, es decir 1.4 puntos, pero hay una serie de efectos adicionales que podrían llevar esta reducción a algo más de 2.5 puntos.

Sobre la balanza de pagos, el extracoste sería en esta hipótesis, y siempre en un periodo de 12 meses, de unos 8.800 millones de \$, lo que agravaría seriamente el déficit por cuenta corriente. El impacto sobre la inflación sería del orden de 1.6 puntos en forma directa y hasta algo más de 2.4 puntos, sumando los efectos directos e indirectos, aunque el efecto total

tardaría entre 6 y 9 meses en producirse.

En todo lo anterior se han supuesto 12 meses en la duración del conflicto, lo cual parece exagerado. Si el tiempo es menor, los efectos serían también menores y ello en forma prácticamente lineal (los efectos directos son lineales, pero no todos los indirectos). Como puede verse, el impacto es más bien moderado, pero el problema es que agrava una situación preexistente particularmente difícil (Cuadro 2).

CUADRO 2

**EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE LA ECONOMIA ESPAÑOLA (\*)**

	<i>Duración de la crisis</i>	
	<i>1 semestre</i>	<i>2 semestre</i>
Importaciones petróleo y gas respecto al PIB	2.4%	3.0%
Variación respecto 1989	+0.8%	+1.6%
Extracoste importaciones	4.400 m\$	8.800 m\$
Incremento de precios	1.6%	2.4%

(\*) Los efectos serían a nivel anual en ambos casos.

**Conclusión.**

En definitiva, la situación en el Golfo es muy incierta. En un escenario probable (pero no seguro), el efecto sobre nuestra economía empieza a ser serio, pero la situación puede llegar a ser mucho peor, y por ello, la adopción de unas políticas monetarias y fiscales restrictivas es algo elemental. Los mecanismos y sus efectos son hoy perfectamente conocidos, y los errores del pasado sería inaceptable cometerlos ahora.

El problema de fondo continúa siendo, sin embargo, la fuerte dependencia de España en energías importadas. Sólo el petróleo en el año 89 representó el 53.3% del consumo de energía primaria, lo que está 10 puntos por encima de la mayor parte de los países industrializados (si exceptuamos Italia y Japón), y nuestra eficiencia energética no ha mejorado suficientemente.

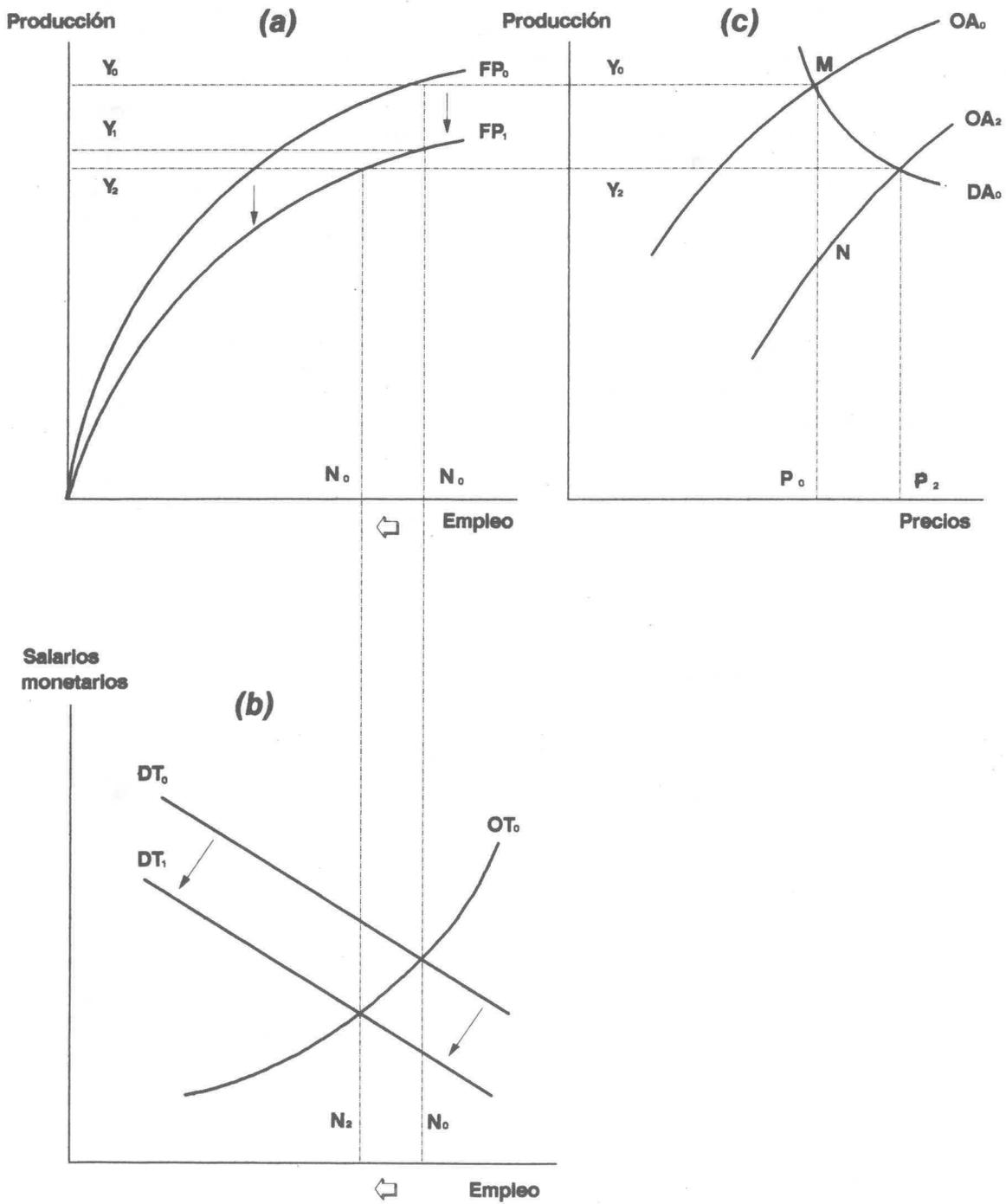
El semanario "The Economist" afirmaba recientemente (1-7 Septiembre 90), que España era el único país de la OCDE que consumía más energía por unidad de PIB que en 1973 (un 9% más), y nuestra ineficiencia energética era un 50% superior a la de Francia o Alemania o incluso Italia. Es evidente pues que nos queda mucho que hacer tanto en diversificación como en eficiencia de utilización, ya que en caso contrario, en una situación de crisis, somos siempre los que llevamos la peor parte. Y en un mundo donde los 2/3 de las reservas están concentradas en un área geográfica tan pequeña (cinco países del Golfo), antes o después alguien se hará con el control (lo de Sadam Hussein no es más que el primer aviso), y si no somos capaces de mejorar sustancialmente nuestro aprovisionamiento, y de consumir menos energías por unidad de PIB, nuestro bienestar y nuestro modo de vida estarán, en la práctica, totalmente en sus manos.

### ANEXO N° 1

La elevación de los precios del petróleo afecta a las economías de dos modos diferentes. En primer lugar, el país afectado usará menos crudo, de forma que, al menos a corto plazo, una cantidad determinada de mano de obra ( $N_0$ ) será capaz de producir menos bienes finales ( $Y_0 \rightarrow Y_1$ ); este efecto es equivalente a la caída en la función de producción (figura a) es decir el paso de la función de producción  $FP_0$  a la función de producción  $FP_1$ . En segundo lugar, como el petróleo es más caro, los ingresos producidos por cada trabajador extra en las empresas se reducirán. Así, el producto marginal del trabajador caerá, lo que equivale a desplazar la curva de demanda de trabajo desde  $DT_0$  a  $DT_1$  (figura b), lo cual si la oferta de trabajo no varía, reducirá el nivel de empleo de  $N_0$  a  $N_2$ , y dicho nivel de empleo  $N_2$  con la nueva función de producción  $FP_1$ , dará como resultado una reducción adicional del producto de  $Y_1$  a  $Y_2$ . Conjuntamente considerados todos estos cambios, contribuyen a reducir la producción, primero de  $Y_0$  a  $Y_1$  y después de  $Y_1$  a  $Y_2$ . El número de trabajadores empleados se reduce también de  $N_0$  a  $N_2$ .

Lo dicho hasta ahora supone que el nivel global de precios no ha cambiado. La figura c muestra que como el equilibrio inicial de la curva de oferta agregada ( $OA_0$ ) nos daba un precio  $P_0$  para una producción  $Y_0$ , pero como la producción se ha reducido hasta  $Y_2$  y sin embargo el precio no ha cambiado ( $P_0$ ) ello da lugar a un desplazamiento en la curva de la oferta agregada desde  $OA_0$  a  $OA_2$ . Entonces en un nivel de precios  $P_0$  se producirá un exceso de demanda en la economía equivalente a la cantidad  $MN$ , ya que el equilibrio inicial de un precio  $P_0$  con una producción  $Y_0$ , era consecuencia de una función de demanda agregada  $DAO$ , pero como ahora a ese nivel de precios ( $P_0$ ) se oferta menos ( $MN$  menos) se produce un exceso de demanda y en consecuencia los precios comenzarán a subir. La economía vuelve al equilibrio sólo a un nivel superior de precios  $P_1$  y con una producción  $Y_2$ . Por tanto la elevación de los precios del petróleo ha elevado el nivel

**EFFECTO DE LA ELEVACION DE LOS PRECIOS DEL PETROLEO SOBRE LA PRODUCCION, LOS PRECIOS Y EL EMPLEO**



general de precios (de  $P_0$  a  $P_2$  y ha reducido la producción (de  $Y_0$  a  $Y_2$ , una combinación que el análisis económico desde la óptica de la demanda no puede explicar. Este proceso no es, sin embargo, el final del ajuste, ya que la elevación de precios de  $P_0$  a  $P_2$ , afectará también al equilibrio en el mercado de trabajo, es decir a los equilibrios de la figura.

¿Cómo se altera este equilibrio?. El mercado de trabajo se ajusta a un nuevo equilibrio en un nivel más alto de precios a través de desplazamientos en las curvas de oferta y demanda del mismo. Los precios más altos llevan a las empresas a contratar más trabajadores al nivel salarial actual, porque el producto marginal de trabajo ha crecido, pero los precios más altos hacen que los trabajadores quieran reducir su oferta de trabajo, porque el salario real es más bajo para cada nivel de salario nominal. Como consecuencia de estos nuevos ajustes en el mercado de trabajo (figura b) y que no se recogen en el gráfico para no complicarlo excesivamente, lo probable es que el nuevo nivel de empleo se sitúe en algún lugar entre  $N_0$  y  $N_2$ , y en consecuencia la producción se sitúa finalmente en algún punto comprendido entre  $Y_0$  y  $Y_2$ .

Tanto el análisis teórico como la evidencia empírica de lo ocurrido durante las dos anteriores crisis del petróleo nos confirma, que la situación final hace descender tanto la producción como el empleo respecto a la posición inicial. La conclusión es que un incremento en el precio del petróleo, eleve el nivel de desempleo, a no ser que los trabajadores acepten trabajar tanto como antes y por salarios reales más bajos, ya que en ese caso, los equilibrios de la figura mantendrían un nivel de empleo en  $N_0$ . En ese caso, la producción descendería pero sólo hasta  $Y_1$ , el nivel de precios no llegaría a un nivel tan elevado como  $P_2$ , y el empleo no se modificaría.

IMPACTO DE LA CRISIS DEL GOLFO SOBRE LA ECONOMIA ESPAÑOLA <sup>1</sup>

Juan E. Iranzo  
José Luis Raymond

I.- Antecedentes históricos

Cuando el coronel Drake descubrió, en 1859, el primer pozo de petróleo, se permitió el lujo de vender el barril al precio de veinte dólares. Sin embargo, al año siguiente, al diversificarse la oferta por el descubrimiento de nuevos yacimientos, los precios se derrumbaron, hasta alcanzar el barril la cifra de diez centavos.

Durante la década de los años veinte aumenta significativamente la demanda, desencadenándose grandes luchas entre las principales compañías petrolíferas por el control de producción y el mercado, que finalizan el 17 de junio de 1928, durante una cacería de urogallos en el castillo escocés de Achnacarry. Los presidentes de la Standard Oil de New Jersey, la Royal Dutch Shell y la Anglo-Iranian acuerdan repartir los pozos y el mercado, establecer un precio mínimo de venta (el del golfo

---

<sup>1</sup> Los autores deseamos agradecer los comentarios y sugerencias realizados por el Prof. Fuentes Quintana, no obstante, asumimos por completo la responsabilidad de los posibles errores

de México), e implantar un flete ficticio para todas sus ventas. Poco después se adhieren al acuerdo de Achnacarry la Gulf, la Texaco, la Standard de California y la Standard de Nueva York, con lo que las denominadas "siete hermanas" culminaban la mayor cartelización del mercado que ha conocido el capitalismo.

Como consecuencia del tirón provocado por sectores altamente consumidores de energía, en los años sesenta se produjo un incremento del 90 por 100 de la demanda mundial de energía primaria. Asimismo, se produjo la sustitución del carbón por el petróleo (del 31,6 por 100 en 1960 al 47 por 100 en 1973), como principal fuente del balance energético mundial, debido al mayor poder energético, facilidad de empleo y el impulso de consumos específicos. Todo ello provocó que la demanda mundial de petróleo pasara de 974 Mtep. en 1960 a 2.768 en 1973, multiplicándose casi por tres.

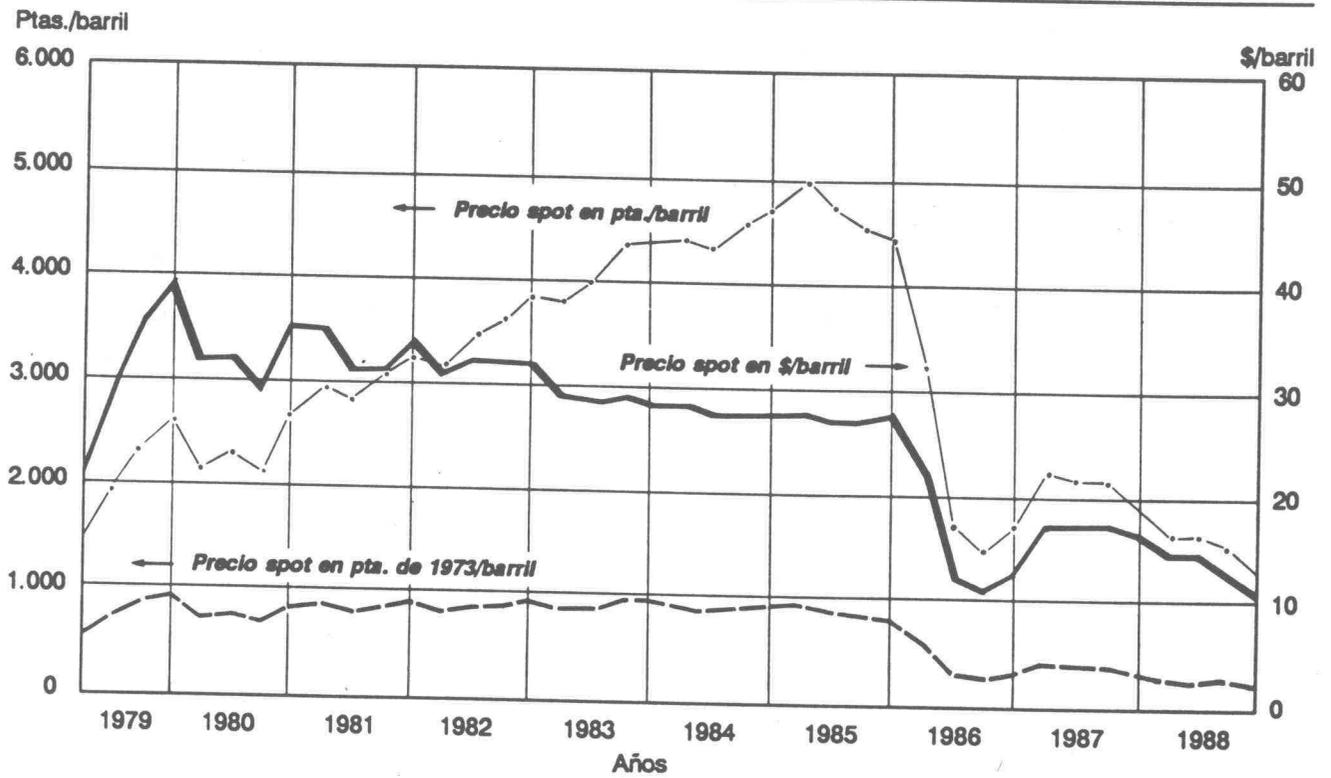
A raíz de la guerra de Yom-Kipur de septiembre de 1973, los países árabes productores y exportadores de petróleo deciden utilizar el petróleo como arma política de gran alcance, incrementando los precios de 2,89 dólares en septiembre de 1973 a 11,65 dólares a comienzos de 1974, lo que supondría ¡más del 300 por 100! en tan sólo tres meses.

Este alza impactó directamente sobre los países netamente importadores, puesto que su demanda es a corto plazo muy rígida. Mayor inflación, mayor déficit exterior y menor crecimiento fueron los efectos que se manifestaron principalmente en todos aquellos países que no hicieron un esfuerzo de adaptación a la situación de crisis, como España.

La segunda crisis del petróleo, debida a la reducción de la producción Iraní desde 1978 por su revolución, dispara nuevamente los precios del barril hasta 34 dólares y agrava estos problemas. (Véase gráfico 1).

GRAFICO N° 1

**Evolución del precio spot del crudo Arabia ligero en dólares corrientes y pesetas constantes de 1973**



FUENTE: Instituto Nacional de Hidrocarburos: Informe Estadístico 1988.

Las sucesivas subidas de los precios del petróleo fueron haciendo rentable la explotación de gran cantidad de pozos ajenos a la OPEP, a la vez que fomentaban los trabajos de explotación e investigación de otros nuevos, lo que provocó que las exportaciones de la OPEP fueran perdiendo importancia en el abastecimiento mundial de crudos, representando en 1985 tan sólo el 25 por 100 del consumo mundial del petróleo, cuando en 1973 era el 53 por 100.

Como reacción a la política de la OPEP los países desarrollados iniciaron una política de precios reales de la energía tendente a desincentivar su consumo, con lo que la intensidad de la demanda por unidad de output de energía primaria, bajó un 23 por 100 en la OCDE desde 1973 hasta 1985, siendo mucho más significativa la reducción de la intensidad de la demanda de petróleo, que durante este mismo período se redujo en un 35 por 100.

Lógicamente esta situación, agravada por una ruptura de unidad en el seno de la OPEP, provocó una caída de los precios del petróleo desde 1985 a 1988, año en que se estabiliza con cierta tendencia alcista y con la presión de la OPEP para tratar de alcanzar un acuerdo con el fin de reducir la producción con el objetivo de elevar los precios hasta unos 20 dólares el barril.

## II.- El conflicto del Golfo y la evolución esperada del precio del petróleo

La gran volatilidad de los precios del petróleo se ha vuelto a poner de manifiesto ultimamente, como consecuencia de los sucesos del Golfo. La invasión de Kuwait por Irak significaba el control por parte de este último país, de una gran proporción de las reservas de crudo de esta zona. El posterior bloqueo a las

exportaciones irakies y la amenaza de guerra han provocado una elevación de los precios del petróleo a cifras superiores a los 30 dólares el barril de "Arabe ligero".

Sin embargo, esta escalada de los precios de los productos petrolíferos no se debe comparar con las de 1973 y 1979-81, puesto que representaron elevaciones que superaron el 300 por 100 en la primera de las crisis, y el 200 por 100 en la segunda. Actualmente, aunque existe una gran incertidumbre respecto a la evolución futura de los precios del petróleo, especialmente a corto plazo debido a la posibilidad de guerra y a las operaciones especulativas en el mercado de futuros de petróleo, la mayoría de expertos opinan que el crudo se puede estabilizar alrededor de los 25-30 dólares el barril, por las siguientes razones:

1Q) Los dos choques petrolíferos anteriores sirvieron para que la mayoría de los países desarrollados iniciaran proyectos tanto de diversificación energética, desarrollando otras energías (carbón, gas natural, energía nuclear), como de ahorro energético.

El petróleo en los países de la OCDE, en 1973, cubría el 52,8% de la demanda total de energía primaria; actualmente esta cifra se sitúa sobre el 42,5 por 100, lo que significa incluso una disminución en términos absolutos de la demanda de petróleo que pasa de 1880 Mtep. a 1710 Mtep. Asimismo, los requerimientos de petróleo por unidad de producto, en los países OCDE, han disminuido el 35 por 100 desde 1973, como se ha dicho anteriormente.

2Q) Menor dependencia de las importaciones procedentes de los países de la OPEP que han pasado de representar el 53 por 100 del consumo mundial al 25 por 100. Como consecuencia de la primera crisis del petróleo que provocó una elevación de precios, los pozos del Mar del Norte y de Alaska pasaron a ser rentables,

con lo que países como Gran Bretaña, aumentaron su cobertura de la demanda interna de petróleo con producción nacional del 0,2 por 100 en 1973 al 56 por 100 en la actualidad.

3Q) Aumento de la producción por parte de países ajenos al Golfo. Países como la Unión Soviética, México o Venezuela tienen gran necesidad de exportar petróleo con el fin de obtener divisas que permitan aliviar sus deficientes situaciones económicas.

La Unión Soviética es el primer país productor mundial de petróleo, con unos 625 millones anuales de tep., que pueden verse incrementados debido a sus recursos de crudos, con los que podría ayudar a financiar su Perestroika. Por otro lado México, país no perteneciente a la OPEP, debe aumentar la producción de petróleo con el fin de poder reducir su fuerte endeudamiento externo, así como Venezuela por la misma razón.

4Q) Ruptura de la unidad de la OPEP como consecuencia de los últimos sucesos, lo que podría producir un fuerte aumento de la producción de petróleo por parte de algunos países miembros, especialmente de Arabia Saudi.

### III.- La vulnerabilidad del sector energético español

El proceso de industrialización llevado a cabo en España a lo largo de la década de los sesenta siguió el modelo de desarrollo clásico, basado en sectores altamente consumidores de energía. Asimismo, se utilizó una tecnología intensiva en el factor energético, debido al continuo abaratamiento de la energía en términos reales entre 1960 y 1973. Por otra parte, el carácter regresivo de las tarifas eléctricas constituyó un factor adicional de incitación al consumo. Como consecuencia de ello, la intensidad de la demanda de energía por unidad de producto es en

España superior a la del resto de los países de la OCDE. Por tanto, entre 1963 y 1973 tiene lugar un importante incremento de la demanda de energía primaria, pasando ésta de 36,9 millones de Tec (1963) a 84 millones de Tec (1973), lo que representa un incremento de 128 por 100 en tan sólo diez años. A su vez, se produjo la sustitución del carbón por el petróleo como principal materia prima energética del balance energético nacional, debido principalmente a la mayor eficacia y facilidad de uso de esta última, a la aparición de consumos específicos y a los enormes problemas estructurales que padecía el sector carbonero español.

En este período no se realiza ningún tipo de planificación energética global, limitándose ésta a previsiones de carácter sectorial, siendo la más importante el Plan Eléctrico Nacional de 1972, que impulsaba en gran medida la energía termonuclear.

Como consecuencia de los cambios energéticos registrados en España entre 1963 y 1973, se produjo la sustitución de carbón nacional por petróleo importado, lo que representó que mientras en 1963 el 62 por 100 de la demanda total de energía primaria era cubierta con producción nacional, en 1973 tan sólo lo fue el 28 por 100, con el consiguiente aumento de la dependencia exterior en un sector de enorme importancia estratégica. El petróleo en este año satisfacía más del 70,0 por 100 del balance energético nacional, lo que significaba una excesiva y peligrosa dependencia de una única materia prima energética, que además era necesario importar en un 98 por 100.

El sector energético español no se ha adaptado suficientemente a los dos primeros choques petrolíferos, por lo que sigue siendo enormemente vulnerable frente a las elevaciones en los precios del petróleo, lo que provoca un impacto directo sobre la economía española en general.

Las debilidades del sector energético español se deben

fundamentalmente a las siguientes causas:

- a) Fuerte concentración del balance de energía primaria en el petróleo. Aunque la presencia del petróleo en el abastecimiento energético español se ha reducido considerablemente al pasar de un 70,5 por 100 del balance energético español en 1973 a un 54 por 100 en 1989 (véase cuadro 1), ello no es suficiente, puesto que en la media de los países de la OCDE, el petróleo satisface el 43 por 100 de la demanda de energía primaria. Once puntos de diferencia separan a España del resto de países industrializados (véase cuadro 2).
  
- b) Gran intensidad del consumo de petróleo. La inexistencia de una política de precios reales de la energía hasta la entrada en vigor del PEN 78, ocasionó que la intensidad del consumo de petróleo por unidad de PIB aumentara casi un 10 por 100. No es hasta 1980, a raíz de la segunda crisis energética, cuando se repercuten al consumidor final los incrementos en los precios energéticos, lo que provoca una caída de la intensidad de la demanda de petróleo.

Ante una elevación de los precios de los productos petrolíferos, lo lógico es trasladarlos al consumidor final, con el fin de desincentivar su consumo. Sin embargo no se debe mantener esta política de precios ante caídas de los mismos, puesto que se incentiva la demanda de un producto que debe reducir su participación en el abastecimiento energético español. Como se puede ver en el gráfico nº 2, con la caída de los precios de los crudos, aumentó el consumo de petróleo en España, situación que no se ha producido en la mayoría de los países desarrollados de la OCDE. En cuanto al contenido de petróleo por unidad de producto cae 22 puntos porcentuales desde 1973 hasta 1985, y a partir de esta fecha se estabiliza. Esta reducción es

CUADRO Nº 1

CONSUMO INTERIOR BRUTO DE ENERGIA PRIMARIA

Conceptos	Unidad										
	Millones de toneladas equivalentes de petróleo (Mtep)										
	1973	1979	1980	1981	1982	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Consumo interior bruto de energía primaria (1)	59,08	74,97	74,50	72,18	72,33	74,68	74,78	76,07	79,03	83,11	87,0
Petróleo	41,68	51,84	51,64	48,05	45,34	41,92	39,79	40,27	42,26	44,73	46,7
Energético	38,43	47,00	47,27	44,07	41,08	37,31	35,16	35,26	36,64	38,92	40,7
No energético	3,25	4,84	4,37	3,97	4,26	4,61	4,63	5,01	5,62	5,31	6,0
Gas natural	0,76	1,34	1,61	1,77	1,92	1,90	2,24	2,51	2,88	3,72	4,9
Carbón	9,16	10,27	13,34	15,18	17,25	18,06	19,17	18,91	18,48	15,67	19,4
Nuclear	1,29	1,32	1,09	2,07	1,89	5,09	6,26	8,37	9,15	11,03	12,2
Hidroeléctrica	6,18	10,20	6,83	5,12	5,32	7,71	7,32	6,01	6,26	7,96	3,8

Porcentaje

Estructura del consumo interior de energía Primaria (Hidraulicidad real)											
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Petróleo	70,5	69,2	69,3	66,6	62,7	56,1	53,2	52,9	53,5	53,8	53,7
Gas natural	1,3	1,8	2,2	2,5	2,7	2,5	3,0	3,3	3,6	4,5	5,6
Carbón	15,5	13,7	17,9	21,0	23,9	24,2	25,6	24,9	23,4	18,9	22,3
Nuclear	2,2	1,8	1,5	2,9	2,6	6,8	8,4	11,0	11,6	13,3	14,0
Hidroeléctrica	10,5	13,6	9,2	7,1	8,2	10,3	9,8	7,9	7,9	9,6	4,4

NOTA (1) Excluidos los suministros a buques extranjeros; (2) Provisional

FUENTE: INH. Informe estadístico 1988

CUADRO Nº 2

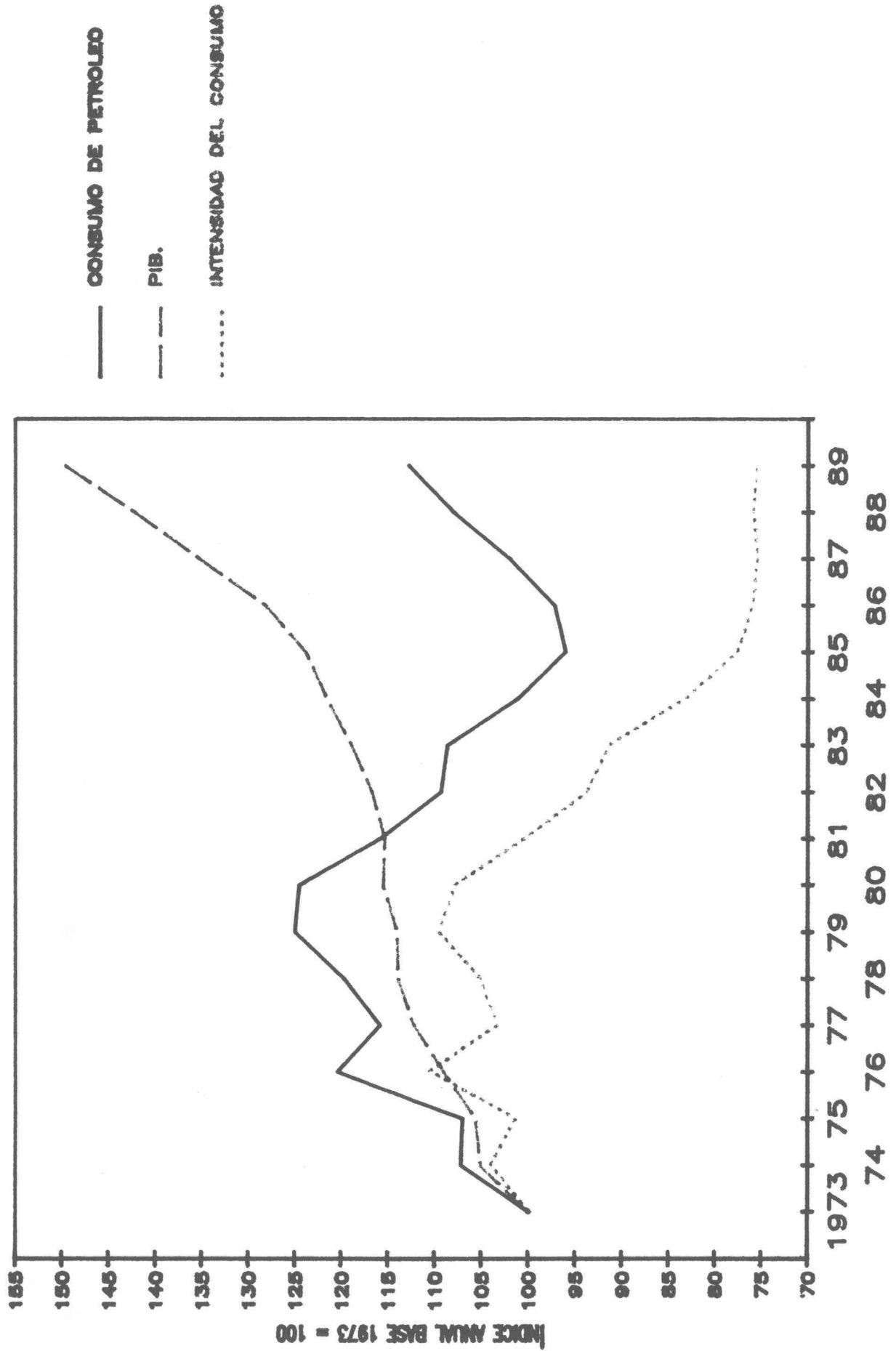
CONSUMO DE ENERGIA PRIMARIA EN LOS PAISES MIEMBROS DE LA OCDE

	Porcentaje										
Estructura del consumo interior de energía	1973	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Petróleo	52,3	50,6	48,1	45,8	45,4	44,6	43,5	42,1	43,1	43,1	42,8
Gas natural	19,6	18,9	19,1	19,4	19,1	18,7	19,1	19,1	18,5	18,4	18,3
Carbón	20,8	21,2	23,1	24,1	23,7	24,1	24,2	24,7	23,9	24,0	24,1
Nuclear	1,2	3,2	3,5	4,3	4,8	5,4	6,2	7,3	7,8	8,0	8,4
Hidroeléctrica	5,7	6,1	6,2	6,4	6,9	7,2	7,0	6,9	6,8	6,5	6,4

NOTA (1) Incluye condensados del gas natural

FUENTE: INH. Informe estadístico 1989

**GRAFICO N° 2**  
**CONSUMO DE PETROLEO Y VARIACION DEL PIB.**



menor que la experimentada por otros países de la OCDE en que se sitúa en un 35 por 100. Actualmente, parece lógico trasladar al consumidor final todo el incremento de precios y no variar la fiscalidad, con el objetivo último de desincentivar el consumo y potenciar el ahorro energético, especialmente de petróleo. Por otro lado, mantener invariable la fiscalidad contribuye a mitigar el impacto inflacionista.

- c) Escasa diversificación geográfica en el abastecimiento de petróleo. Aunque en los últimos años se ha registrado un gran esfuerzo para disminuir la dependencia de Arabia Saudí, y en general de Oriente Medio, parece razonable aumentar más el abastecimiento procedente de México, Venezuela y de la Unión Soviética.

Por tanto, las refinerías españolas deben intensificar su adaptación para sustituir el petróleo procedente fundamentalmente de Irak y Kuwait, que conjuntamente representaba 4,5 millones de toneladas. Este proceso no puede improvisarse sino que exige un cierto tiempo por razones técnicas.

- d) Los sectores productivos españoles no han demostrado desde el inicio de la crisis del petróleo capacidad para reemplazar esta materia prima energética por otras alternativas. Desde el punto de vista de los sectores consumidores finales de energía (industria, transportes, economías domésticas etc.), la participación del petróleo sigue representando una cifra muy similar a la de 1973, puesto que la disminución registrada en el sector industrial ha sido compensada por el incremento experimentado por el sector de transporte. Por tanto, la disminución que se ha registrado en la participación del petróleo en la cobertura del balance de materias primas energéticas se ha debido a la

sustitución de éste por otras materias primas únicamente en los sectores transformadores de energía, especialmente en la generación de electricidad. Por contra, el consumo final ha manifestado una enorme rigidez de cara a modificar sus estructuras energéticas.

#### IV.- Impacto de la elevación de los precios del petróleo sobre la economía española.

Como ya se ha señalado en el epígrafe anterior, el sector energético español sigue siendo tremendamente vulnerable a la elevación de los precios del petróleo, lo que provoca un impacto directo sobre la economía española, debido a la dependencia de esta materia prima y a que su demanda se manifiesta muy rígida a corto y medio plazo.

El impacto de una nueva crisis energética sobre la economía española, a largo plazo, puede tener efectos difícilmente evaluables. No obstante, a corto y medio plazo, dada la escasa elasticidad precio de la demanda de petróleo, cabe aproximar los efectos sobre los precios, el sector exterior, los mercados de valores y el crecimiento económico.

##### IV.1. Sobre los precios

##### IV.1.1. Consideraciones previas

La elevación de los precios del petróleo tiene unos efectos inflacionistas claros en la medida en que este producto constituye un input básico de todo el proceso productivo.

En concreto, los mayores costes de producción derivados de la modificación del precio del petróleo deben traducirse en precios de los productos finales más elevados, bajo la hipótesis

razonable de que los precios se forman añadiendo un margen a los costes de producción. Según el peso que el input petrolífero tenga en los distintos sectores, el impacto inflacionista diferirá en consonancia. El efecto inflacionista así calculado se denomina impacto inflacionista directo.

Ahora bien, el efecto inflacionista final resultante, es consecuencia del entramado de relaciones intersectoriales. Los outputs de un sector son a la vez inputs de otros sectores productivos, lo que ocasiona que la elevación inicial de precios resulte amplificada. La solución de equilibrio global que se desprende de la traslación de mayores costes a mayores precios, produce pues un efecto inflacionista mayor que el derivado del impacto directo. Este es el efecto inflacionista total.

A diferencia del impacto inflacionista directo, el efecto inflacionista total únicamente se alcanza transcurrido un cierto período de tiempo, dado que lleva implícito el conjunto de acciones y reacciones de los distintos sectores. Puesto que las modificaciones de precios no se producen de forma instantánea, esta acción inflacionista comporta un cierto período de absorción. Dependiendo, no obstante, de la rapidez de las empresas en adaptarse a la nueva situación así como del papel que jueguen las expectativas, el desfase diferirá.

Este efecto inflacionista total es el que cabría denominar la inflación no evitable. Se supone, en definitiva, que beneficios nominales y salarios nominales permanecen constantes y que los distintos sectores asumen un empobrecimiento debido al mayor nivel de precios. Es decir, tanto salarios reales como beneficios reales (en otras palabras, después de deflactados por los precios) descienden en respuesta a los mayores precios del petróleo.

La inflación que debe evitarse es aquella que se produce si

los distintos agentes económicos no asumen que la elevación de los precios de un input básico debe representar un empobrecimiento real. Si los asalariados trasladan a salarios los mayores precios e igual política se sigue por las empresas, se genera una espiral inflacionista precios-salarios. Ninguno de los dos grupos de agentes acepta el empobrecimiento que viene impuesto por las nuevas circunstancias económicas, con la que la inflación se dispara. Ello, sin embargo, puede provocar un empobrecimiento real más acusado que en el supuesto precedente, dado que la necesaria política económica contractiva tendente a paliar el proceso inflacionista, incide negativamente sobre las magnitudes reales de la economía, a la vez que se producen ineficiencias en la asignación de recursos y aumenta la incertidumbre. Menor crecimiento real, más paro y mayor inflación es la consecuencia directa de esta falta de aceptación de la realidad.

Para analizar estos efectos se ha partido de las tablas input-output de la economía española del año 1985. Se ha supuesto, como simulación básica, que el precio del barril de petróleo pasa de 20 a 25 dólares, lo que representa un aumento de un 25 por 100, porcentaje de variación que puede estar en consonancia con escenarios que algunos expertos contemplan como realistas atendiendo a la evolución previsible a medio plazo del conflicto del Golfo Pérsico, y la actitud de otros países no pertenecientes a la OPEP productores de petróleo.

Esta elevación de precios se supone que se traslada a productos refinados del petróleo, pero dejando invariable la fiscalidad, lo que representa un aumento de precios de los productos refinados de un 14,72 por 100.

A partir de estas hipótesis se obtiene el efecto inflacionista no evitable, separando entre los dos impactos: directo y total.

Posteriormente, con objeto de alertar acerca de los peligros derivados de la traslación de los mayores precios a salarios, se calcula la inflación que hay que evitar. Es decir, se trata de la inflación resultante si la elevación de precios derivada de un petróleo más caro se traduce en mayores salarios. Al igual cabe indiciar conjuntamente salarios y beneficios. Estas son opciones peligrosas que la política económica debe procurar frenar dado que, en otro caso, la economía española podría entrar en una espiral precios salarios en la que, a largo plazo, todos los agentes económicos resultasen perdedores.

#### IV.1.2. La inflación no evitable

Como ya se ha indicado, la elevación del precio del petróleo en un 25 por 100 y su traslación íntegra al petróleo refinado, manteniendo invariable la fiscalidad, produce un aumento de precios de este último producto de un 14,72 por 100. Atendiendo a la estructura del consumo, el correspondiente deflactor experimenta una elevación del 0,51 por 100. Es decir, el impacto directo de la elevación del precio del petróleo se sitúa en una inflación adicional de 0,5 puntos porcentuales.

Ahora bien, la acción inflacionista final no se limita a este porcentaje dado que gran parte de sectores utilizan el petróleo como input de su proceso productivo. A través de la tabla input output de 1985 es posible tener en cuenta este conjunto de interdependencias sobre la base de suponer la mera traslación de costes a precios. Efectuando el correspondiente cálculo se obtiene un efecto inflacionista total de 1,02 puntos porcentuales. El detalle sectorial aparece recogido en el cuadro 3.

La primera columna de este cuadro ofrece información acerca del crecimiento inducido de precios a nivel de cada sector productivo, y la segunda, su incidencia en términos del deflactor

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CUADRO Nº 3

EFFECTOS INFLACIONISTAS DE LA ELEVACION DEL PRECIO DEL PETROLEO: LA INFLACION NO EVITABLE

SECTORES	Crecimiento de precios del sector	Incidencia s. el deflactor del consumo
Agricultura y pesca	0.9110%	0.0209%
Hulla	0.3029%	0.0003%
Lignito	0.5751%	0.0000%
Coquefacción	0.5662%	0.0000%
<u>Petróleo refinado</u>	<u>15.4343%</u>	0.5394%
Gas natural	0.0393%	0.0000%
Agua y vapor	0.3205%	0.0007%
Energía eléctrica	0.9742%	0.0108%
<u>Gas manufacturado</u>	<u>2.9069%</u>	0.0023%
Combustibles nucleares	0.0681%	0.0000%
Siderurgia	0.7307%	0.0000%
M. no férreos	0.7079%	0.0000%
Cemento, cal y yeso	0.8952%	0.0000%
<u>Vidrio</u>	<u>1.1980%</u>	0.0007%
<u>Cerámica</u>	<u>1.2613%</u>	0.0007%
<u>Otros minerales</u>	<u>1.2742%</u>	0.0000%
P. químicos (básicos y finales)	0.6984%	0.0131%
P. metálicos	0.4294%	0.0022%
Máquinas agríc. e indust.	0.2013%	0.0000%
Máquinas de oficina	0.0705%	0.0002%
Maquinaria eléctrica	0.2407%	0.0022%
Automóviles	0.3875%	0.0077%
Otros m. de transporte	0.2237%	0.0003%
Carnes y conservas	0.7628%	0.0304%
Lácteos	0.7253%	0.0134%
Otros alimentos	0.7243%	0.0319%
Bebidas	0.5801%	0.0059%
Tabacos	0.2659%	0.0031%
Textiles	0.3927%	0.0125%
Cuero y calzado	0.4334%	0.0041%
Madera	0.4682%	0.0034%
<u>Pasta de papel y cartón</u>	<u>1.1214%</u>	0.0001%
Artículos en papel	0.6264%	0.0042%
Caucho y plástico	0.4733%	0.0011%
Otros p. manufactureros	0.2502%	0.0016%
Edificios	0.7899%	0.0022%
Recuperación y reparaciones	0.3810%	0.0104%
Comercio	0.1649%	0.0223%
Restaurantes	0.7070%	0.0926%
<u>Ferrocarriles</u>	<u>2.0058%</u>	0.0043%
<u>Trans. carretera</u>	<u>3.1942%</u>	0.0649%
<u>Trans. marítimo</u>	<u>3.7796%</u>	0.0038%
<u>Trans. aéreo</u>	<u>3.3001%</u>	0.0108%
Anexos al transporte	0.2907%	0.0008%
Comunicaciones	0.1411%	0.0010%
Crédito y seguros	0.1045%	0.0006%
Servicios a empresas	0.2963%	0.0017%
Alquileres	0.1340%	0.0117%
Investig. y enseñanza (venta)	0.3926%	0.0039%
Salud (venta)	0.2338%	0.0031%
Servicios (venta).	0.2601%	0.0089%
Administración pública	0.3927%	0.0420%
Investig. y enseñanza (no venta)	0.2065%	0.0068%
Salud (no venta)	0.2528%	0.0098%
Otros serv. (no venta)	0.2684%	0.0034%
Total		1.0182%

del consumo.

La consecución de estos efectos lleva implícitos ciertos desfases y el cálculo puede entenderse más normativo que positivo, dado que el supuesto de traslación al 100 por 100 a nivel de cada sector no es más que una hipótesis de trabajo que parece razonable y que tiene por objeto evaluar la que cabría denominar inflación justificada. El hecho de que un sector varíe sus precios en una proporción distinta de la estimada puede depender, entre otros factores, del comportamiento de la demanda o de la competencia internacional.

A la vista de este cuadro se comprueba que la elevación final del precio del petróleo refinado se sitúa en el entorno del 15 por 100, lo que se traduce en 0,54 puntos de inflación adicional en términos del deflactor del consumo. A parte del sector comentado, los sectores más afectados, con elevaciones situadas por encima del 1 por 100 (subrayados en el cuadro 3), son: los distintos tipos de transporte, el gas manufacturado, la cerámica, el vidrio, la pasta de papel y el cartón. Estos sectores resultan especialmente vulnerables a la elevación de los precios del petróleo, por lo que, o incrementan sus precios finales, con la consiguiente pérdida de competitividad, o reestructuran sus costes. Sin embargo, el nivel de agregación de las TIO 85, provoca que el sector químico tan sólo sufra un efecto inflacionista del 0,69%, mientras que la química de base posiblemente experimentaría una elevación muy superior. (El sector químico en estas tablas engloba: química de base, productos químicos destinados a la agricultura e industria, productos farmacéuticos y producciones destinadas al consumo final).

En cuanto a su incidencia sobre el deflactor del consumo, además de refino de petróleo, destacan los sectores de restaurantes y alojamientos, transportes por carretera, conservas

y comercio.

En resumen, pues, un punto adicional de inflación en términos de deflactor del consumo privado es la respuesta que cabe esperar de una elevación del precio del petróleo en bruto de un 25 por 100, resultante de la estabilización a medio plazo del precio del barril en 25 dólares. Desarrollos alternativos de la crisis del golfo o políticas distintas en cuanto a traslación de precios del petróleo en bruto al precio del petróleo refinado, podrían dar lugar a distintos resultados. Estos efectos pueden, no obstante, evaluarse con facilidad sobre la base de que cada 5 dólares de elevación de los precios del barril ocasionan un efecto inflacionista de un punto. (Ver cuadro 4)

#### 4.1.3. La inflación que debe evitarse

La inflación que hay que evitar, como se ha indicado, es el resultado de la falta de aceptación por parte de los agentes económicos de que la subida del precio del petróleo representa un empobrecimiento real, que debe ser asumido en términos de renuncia a cierta parte de su capacidad de compra.

En la simulación precedente, y tomando como referencia un precio del barril situado en 25 dólares, la inflación adicional sobre el deflactor del consumo privado era de un 1 por 100. Las rentas monetarias permanecían constantes y las rentas reales disminuían en este porcentaje.

No obstante, si no se acepta esta pérdida real, los salarios monetarios se incrementan un 1 por 100. Ello, a su vez, empuja a los costes y los precios sufren un alza superior. Adicionalmente, a través de este proceso, el excedente bruto de explotación experimenta una pérdida en términos reales. La no aceptación de este hecho puede provocar elevaciones ulteriores de precio, de forma que se inicia una cadena precios-salarios.

CUADRO Nº 4

EFFECTOS INFLACIONISTAS DE LA SUBIDA DEL PRECIO DEL PETROLEO BAJO  
ESCENARIOS ALTERNATIVOS

Precios del barril en dólares	Crecimiento del precio del petróleo en bruto (*)	Crecimiento del precio del petróleo refinado	Efectos inflacionistas sobre el deflactor del consumo	
			Impacto directo	Efecto Infla- cionista total
25	25%	15%	0,5%	1%
30	50%	30%	1%	2%
35	75%	45%	1,5%	3%
40	100%	60%	2%	4%
45	125%	75%	2,5%	5%
50	150%	90%	3%	6%

(\*) Se toma como punto de partida un precio el barril de 20 dólares, es su valor probable de no haberse producido la crisis del Golfo. Con fines de enjuiciar efectos inflacionistas interesa comparar valores medios antes y después de la crisis. Los valores "punta" que pueda alcanzar el precio del petróleo en cortos periodos de tiempo son poco relevantes.

Para que un proceso de esta naturaleza sea sostenible, que podría conducir a una inflación adicional del orden de 5 ó 6 puntos porcentuales según estimaciones que hemos realizado a través de las tablas input-output, es preciso el concurso de una política monetaria que proporcione suficiente liquidez al sistema. Caso de que ningún agente económico esté dispuesto a aceptar un empobrecimiento real, la inflación puede convertirse en galopante. Si, como la lógica económica aconseja, la política monetaria no actúa en esta dirección, dado que una inflación desbocada es insostenible a medio plazo, el proceso se detiene sobre la base de que la situación real de la economía experimenta un claro deterioro. Como ya se ha señalado, menor crecimiento, más paro y más inflación es el resultado de un proceso en el que, finalmente, todos resultan perdedores. La negativa experiencia española a raíz de la ya lejana primera crisis del petróleo de 1973, constituye una muestra del tipo de efectos que deben evitarse.

Las repercusiones de la elevación del precio del petróleo sobre la inflación, el crecimiento económico y el paro están pues muy condicionadas al tipo de conducta adoptada por los agentes económicos. Las diferencias que pueden derivarse de una actitud de "ajuste" o bien, por contra, una actitud de tratar de trasladar el coste al "vecino", pueden resultar muy considerables, tal como la simulación precedente pone de manifiesto. La memoria histórica debe servir para no repetir errores pasados .

#### IV.2. Sobre la balanza de pagos

El impacto sobre la balanza de pagos es muy importante, debido a que de los 46,7 millones de toneladas de petróleo consumidos en España por el sector energético, tan sólo el 3,2 por 100 corresponde a producción nacional.

Considerando, por tanto, que se importan anualmente del orden de 333 millones de barriles de petróleo, cada dólar de aumento en el precio unitario del barril de crudo, supone para España un coste adicional de 333 millones de dólares.

Es decir, si el precio se estabiliza en 25 dólares/barril, la factura total de las importaciones de petróleo alcanzaría los 8.325 millones de dólares, lo que supondría una diferencia respecto a un barril a 20 dólares, de 1.665 millones de dólares.

Un precio del barril a 25 dólares significa (cuadro nº 5) un déficit comercial adicional de un 0,44 por 100 en términos del PIB.

Si las importaciones se realizasen a un precio medio de 30 dólares barril, hipótesis no despreciable, el impacto sobre el déficit comercial se situaría en casi un punto en términos del PIB.

Se trata de un efecto directo, sin contemplar los que puedan producirse por modificaciones del PIB y del comercio exterior de otros bienes y servicios.

Como se puede apreciar, dada la gran dependencia exterior del sector energético español, el impacto sobre la balanza de pagos de elevaciones en los precios de las materias primas energéticas, es muy importante y añade tensiones adicionales a la ya delicada situación de nuestras cuentas exteriores, lo que en definitiva obligará a mayores necesidades externas de financiación.

Aunque a corto plazo, resulta difícil obviar este impacto, a medio y largo plazo será necesario fomentar estructuras de abastecimiento energético con mayor nivel de participación nacional que el petróleo, a fin de reducir la vulnerabilidad

CUADRO 5

IMPACTO SOBRE EL SECTOR EXTERIOR

Precio por barril (\$)	Factura total (Millones de \$)	Diferencia respecto a 20 dólares barril	% del PIB de 1989 (380.000 millones de \$)
25	8.325	1.665	0.44
30	9.990	3.330	0.88
35	11.655	4.995	1.31
40	13.320	6.660	1.75
45	14.985	8.325	2.19
50	16.650	9.990	2.63

Los porcentajes que figuran en la última columna equivalen al incremento que experimentaría el déficit corriente de la balanza de pagos, en términos de PIB, como consecuencia de la variación del precio del crudo del petróleo, con independencia de los efectos indirectos que se produjeran en cuanto a evolución del PIB y el comercio exterior de otros bienes y servicios.

externa de la economía española.

#### IV.3 Sobre las bolsas de valores

La reacción más inmediata se ha producido en las bolsas de valores. El índice general de la Bolsa de Madrid, desde el primero de agosto hasta el 18 de septiembre, se ha reducido 67 puntos. Es decir, un 23 por 100, en tan sólo 45 días, situándose en los niveles más bajos del año.

A la incidencia negativa de los altos tipos de interés y de los rebrotes inflacionistas que se estaban produciendo en la mayoría de los países desarrollados, se ha añadido la incertidumbre que está provocando los acontecimientos políticos del Golfo, y la certidumbre de los efectos negativos que causa la elevación de los precios del petróleo sobre la economía española.

Lógicamente, a las dudas que se presentan respecto al futuro económico de las empresas que cotizan en bolsa, se añade la inflación adicional calculada en el epígrafe IV.1. Asimismo, existe una gran incertidumbre respecto a las medidas de política económica que se aplicarán, especialmente en la lucha contra la inflación. Si la política fiscal contractiva y la política de rentas no se utilizan con la suficiente intensidad, el peso de la lucha antiinflacionista seguirá recayendo sobre la política monetaria restrictiva, lo que presionará sobre los tipos de interés, y puede significar caídas adicionales en las bolsas de valores españolas.

El impacto sobre las bolsas de valores se analizan con mayor profundidad en el artículo del Prof. Berges, incluido en este número de Cuadernos de Información Económica.

IV.4. Sobre el crecimiento económico

A los efectos inflacionistas y la mayor presión negativa del sector exterior, se puede añadir una contracción de la demanda interna.

Si se aplica una política económica restrictiva, ésta incidirá negativamente sobre la formación de capital. Según el Ministerio de Economía y Hacienda, la elevación del precio del petróleo hasta 25 \$, puede reducir el crecimiento estimado del PIB español para 1990 en 0,3 puntos, situándolo en un 3,4 por 100. En el momento de enjuiciar este efecto es preciso considerar que la elevación del precio del petróleo afecta sólo a cinco meses del año en curso. De considerar la totalidad del año, el impacto sería más acusado. Para 1991 el crecimiento previsto del PIB, con medidas de ajuste económico según el Ministerio, se situará en un 3 por 100.

## CONCLUSIONES

De la exposición precedente cabría destacar los siguientes extremos:

1) En primer lugar, la elevada dependencia de la economía española con respecto al petróleo. En concreto, el petróleo representa un 54 por 100 del abastecimiento energético español, porcentaje muy superior al del resto de los países de la OCDE, en que esta magnitud se sitúa en el entorno del 43 por 100.

2) Esta dependencia del petróleo se traduce en que la modificación de su precio tenga claros efectos sobre la inflación y el sector exterior. El cuadro nº 6 resume las estimaciones efectuadas.

En las actuales circunstancias la opinión mayoritaria de los expertos, hoy en clara contradicción con los precios del mercado, es que, como promedio, el precio del petróleo se sitúe entre 25 y 30 dólares barril. Ello puede suponer entre 1 y 2 puntos adicionales de inflación y entre 0,4 y 0,9 puntos de aumento del déficit comercial con relación al PIB. Aún considerando la hipótesis más optimista de que el precio del barril de petróleo se sitúe en 25 dólares, 1 punto adicional de inflación y 0,4 puntos porcentuales de aumento del déficit exterior contribuyen a empeorar los dos principales desequilibrios ya existentes en la economía española.

A este respecto conviene recordar, por un lado, la elevada sensibilidad de la inflación española a la evolución del precio del crudo. Por otro, destacar que se trata de una inflación estimada bajo la hipótesis de que los agentes económicos están dispuestos a asumir un empobrecimiento real. En caso contrario, los efectos podrían ser más acusados.

CUADRO 6

PRINCIPALES EFECTOS ECONOMICOS DE LA ELEVACION DEL PRECIO DEL PETROLEO

Precio del barril de petróleo en dólares	Efectos Económicos	
	Precios (Inflación adicional)	Sector exterior (Déficit adicional sobre PIB)
25	1%	0,4%
30	2%	0,9%
35	3%	1,3%
40	4%	1,8%
45	5%	2,2%
50	6%	2,6%

3) El crecimiento económico debe también resentirse. Cuantificar efectos resulta difícil dado que el impacto sobre el crecimiento derivado de la modificación del precio del petróleo depende crucialmente de cuál sea la actitud de los agentes económicos. No reconocer un empobrecimiento real de la economía española, lleva a un tipo de efectos similares a los que se produjeron a raíz de la primera crisis del petróleo. Una actitud de ajuste puede mitigar estos efectos negativos, que con todo, deben darse, ya que la elevación del precio del petróleo significa una transferencia de recursos al exterior. El Ministerio de Economía ha evaluado el impacto sobre el crecimiento en 0,3 puntos del PIB para 1990, teniendo en cuenta que solo se ven afectados cinco meses. Caso de considerar un año, el impacto sería más acusado.

4) A largo plazo, la estrategia recomendable para disminuir la vulnerabilidad externa de la economía española, es tratar de reducir su grado de dependencia con respecto al petróleo, a través tanto de la potenciación de otros tipos de energía como del ahorro energético.

## GLOSARIO DE TERMINOS

### CLASES DE ENERGIAS

#### **Energías primarias**

Son aquellas fuentes energéticas que se encuentran presentes en la naturaleza y que no son susceptibles de aprovechamiento directo, por lo que es necesario un proceso de transformación. Las más empleadas en la actualidad son: hidráulica, petróleo, carbón, gas natural y uranio.

#### **Energías secundarias**

Son las formas de energía útil, y éstas son: trabajo mecánico, calor, energía magnética y química. En los procesos de transformación de energía primaria a secundaria se produce una importante pérdida energética, la cuantía de la cual depende de la cadena energética utilizada en el proceso. Esta es la razón por la que las cifras de consumo de energías primarias no coinciden con las de consumo final de energía.

### TIPOS DE RECURSOS ENERGÉTICOS

#### **Recursos renovables**

Son aquellos recursos que son inagotables por provenir de la energía que continuamente alcanza nuestro planeta, como son la radiación solar o las atracciones gravitatorias de otros planetas. Las principales energías que emplean este tipo de recurso son: solar eólica, gradientes términos marinos, hidráulica, biomasa y mareas.

#### **Recursos no renovables**

Incluyen los recursos que están presentes en la tierra en

cantidades fijas y por tanto se agotan progresivamente al consumirlos. Los más comunes son: carbón, petróleo, gas natural y uranio.

### Reservas energéticas

Son aquellos recursos de energía que pueden aprovecharse para su transformación en energía útil en condiciones económicas rentables. La proporción de recursos que pasan a ser reservas aumenta a medida que el mercado admite un mayor precio de la energía y la tecnología pone en servicio nuevos sistemas de transformación y utilización. Asimismo, hay que tener presente la cantidad de energía consumida en el proceso de obtención, la cual debe ser mucho menor que la que se espera obtener de la materia prima energética.

### UNIDADES MAS EMPLEADAS EN EL SECTOR ENERGETICO

#### Tec

Tonelada equivalente de carbón: unidad empleada en la industria y en la economía para expresar y homogeneizar la cantidad de energía contenida en las diversas fuentes energéticas. Representa la energía liberada en la combustión de una tonelada de hulla.

Según el Boletín de coyuntura y precios energéticos, del Ministerio de Industria y Energía, el poder calorífico de las principales fuentes energéticas empleadas en España es el siguiente:

Carbones	<u>tec</u>
Hulla... ..	0,862
Antracita... ..	0,738
Coque... ..	0,950
Lignito negro... ..	0,395
Lignito pardo... ..	0,309

**Gas**

Gas natural y de emisión ... ..	1,428
Propano ... ..	1,700
Butano.. ... ..	1,686

**Petróleo**

Crudo... ..	1,428
G.L.P... ..	1,686
Gasolinas... ..	1,500
Fuel-oil ... ..	1,428
Otros productos petrolíferos ...	1,357

Tep: tonelada equivalente de petróleo; representa 1,428 tec.



IMPACTO BURSATIL DE LA CRISIS DEL PETROLEO:  
EFFECTOS DIFERENCIALES

Angel Berges Lobera \*

\* Analistas Financieros Internacionales (Grupo Ahorro  
Corporación)

La escalada de la tensión bélica en el Golfo Pérsico, y el asociado incremento del precio del crudo, producto sumamente vital para el mantenimiento del crecimiento económico en los países desarrollados, han provocado violentas oscilaciones en los mercados bursátiles internacionales que se salda en los apenas dos meses transcurridos desde la invasión iraquí, con caídas en los precios de las acciones en el entorno del 20% para los principales mercados.

Las fuertes divergencias entre unos mercados y otros, en cuanto a respuesta a la mencionada crisis, hace necesario un análisis sobre el diferente posicionamiento de partida de cada mercado. Ese es el objetivo del presente artículo.

Uno de los más asentados modelos de valoración de acciones es el que explica el precio de éstas como el valor descontado de la corriente futura de beneficios de la empresa. La tasa de descuento utilizada, también conocida como coste de los recursos propios, se identifica como la suma del tipo de interés sin riesgo a largo plazo, más una prima que lógicamente debe ser mayor cuanto mayor sea el riesgo asociado a la mencionada corriente de beneficios futuros.

La representación de dicho perfil de beneficios futuros en base a una tasa de crecimiento anual, permite expresar de forma simplificada el precio de una acción como:

$$P = \frac{B}{i + r - g} \quad (1)$$

donde  $B$  es el nivel corriente del beneficio por acción (b.p.a.),  $i$  el tipo de interés a largo plazo para instrumentos sin riesgo,  $r$  la prima por riesgo, y  $g$  la tasa de crecimiento del b.p.a. que cabe esperar para el futuro.

El modelo representado por (1) es especialmente apropiado para analizar los efectos de la crisis del petróleo sobre los precios de las acciones.

Incluso considerando que el nivel corriente del b.p.a. no se ve afectado por la elevación del precio de crudo, sí que lo son todos los elementos del denominador de (1), y todos ellos en la misma dirección, negativa para el precio de las acciones.

El efecto más inmediato es a través de la variable tipo de interés a largo plazo,  $i$ . En la medida en que el incremento en el precio del crudo lleva implícitas unas expectativas inflacionistas considerables, evaluadas en un incremento adicional de los precios entre 1 y 2 puntos porcentuales, según países, para 1991, los tipos de interés a largo plazo deben responder con un lógico tensionamiento. Este depende del nivel de partida de los mismos, así como de la intensidad del peligro inflacionista, pero difícilmente será de una magnitud inferior a un punto porcentual en los principales países.

Mucho más difíciles de cuantificar, y por supuesto con mucha más heterogeneidad entre países, son los efectos previsibles de la crisis del petróleo sobre los otros dos componentes del denominador,  $r$  y  $g$ . Parece lógico pensar que la mayor

incertidumbre que emana de la tensión del Golfo Pérsico debe provocar primas por riesgo sustancialmente mayores, y tanto más cuanto mayor sea la sensibilidad de las diferentes economías al precio del crudo, variable clave en la incierta situación que emana de aquella zona.

Y del mismo modo, también está fuera de toda duda que se va a recortar de forma sensible el crecimiento económico en los principales países, lo cual debe traducirse en menores expectativas de crecimiento del b.p.a. en el futuro.

Esta cuantificación es tan compleja como la anterior referente a la prima por riesgo, ya que no se trata tanto de cuantificar el efecto inmediato sobre los beneficios empresariales, sino sobre la expectativa futura de crecimiento de éstos. A modo de ejemplo, considérese el caso alemán, y en menor medida el de sus países vecinos. La unificación alemana, y la apertura de los países del este, desató unas fuertes expectativas de crecimiento económico, y de los beneficios empresariales, para un horizonte casi hasta final de siglo, expectativas que deben verse modificadas a la baja. Y ello tanto más cuanto mayor fué la anticipación que el mercado bursátil hizo de las mismas.

Al objeto de discriminar ambos efectos anteriores,  $r$  y  $g$ , entre diferentes países, hemos estimado un modelo econométrico que tratase de explicar el comportamiento diferencial de sus mercados bursátiles desde el estallido de la crisis del Golfo. Como variables explicativas hemos utilizado por un lado una que

aproxime la dependencia petrolifera de cada país, y por otro una que mida el grado de anticipación de buenas expectativas llevado a cabo previamente a dicho estallido.

El cuadro 1 recoge los 17 países analizados en el estudio, y las diferentes variables utilizadas. En primer lugar la variación porcentual registrada en sus índices bursátiles desde el primer día de agosto, previo a la ocupación kuwaiti por Iraq, hasta el viernes 21 de septiembre, fecha de cierre de este estudio. Dicha variación porcentual, que es la variable a explicar y que denominaremos RETCRISIS, es negativa en los 17 países considerados, oscilando entre el -6,3% de Noruega y el -33,9% de Austria.

A continuación se presentan dos variables indicativas de la sensibilidad al precio del crudo. En primer lugar la eficiencia energética de cada país, calculada como la cantidad de producto (PIB) por unidad de energía consumida, y expresada como número índice con base 100 en 1975. Denotaremos a esta variable EFENERG. En segundo lugar el saldo neto (exportaciones menos importaciones) de intercambios energéticos con el exterior, medido como porcentaje del producto interior bruto. Denominamos a esta variable IMPETROL.

Finalmente, la variable denominada RET12M mide la rentabilidad producida por cada uno de los diferentes mercados durante los doce meses anteriores a la crisis del Golfo. Dicha variable puede considerarse representativa de la magnitud de las

expectativas que cada uno de los mercados había descontado previamente a la crisis. En este sentido, la hipótesis anteriormente desarrollada, de recorte en las expectativas de crecimiento, indicaría que debían haber sufrido más, como respuesta a la crisis, los mercados que mayores expectativas habían descontado previamente.

Los coeficientes de correlación entre las cuatro variables (la dependiente, RETCRISIS, y las tres explicativas) configuran la siguiente matriz.

	RET12M	IMPETROL	EFENERG
RETCRISIS	-0,361	-0,49	0,143
EFENERG	0,165	-0,303	0,143
IMPETROL	-0,300		

Los signos de los coeficientes estimados están en la dirección que cabría esperar a priori. La respuesta a la crisis ha sido mejor cuanto mayor es la eficiencia energética de cada país, y cuanto menor es su dependencia de petróleo importado. Por otra parte el coeficiente entre RETCRISIS y RET12M es negativo, indicando un fuerte proceso de reversión de las expectativas incorporadas en los mercados bursátiles en los doce meses previos a la crisis.

La estimación econométrica de un modelo de regresión múltiple con las tres variables explicativas, produce los siguientes estimadores:

$$\text{RETCRISIS} = -18,4 + 0,016 \text{ EFENERG} - 0,162 \text{ IMPETROL} - 1,85 \text{ RET12M}$$

$$(-1,71) \quad (0,20) \quad (-2,80) \quad (-3,11)$$

$$R^2 = 0,42$$

Los datos entre parentesis se refieren al estadístico t-student para contrastar la significación estadística de los estimadores.

La mejora en eficiencia energética no resulta significativa estadísticamente, mientras que sí lo son las otras dos variables, saldo neto de factura petrolífera frente al exterior, y rentabilidad obtenida en los 12 meses anteriores a la crisis.

La bondad de ajuste del modelo estimado puede considerarse satisfactoria, con un 42% de poder explicativo ( $R^2$ ), tanto más aceptable dado el carácter transversal, y la reducida dimensión, de la muestra utilizada en el análisis.

La interpretación de los resultados sería la siguiente. El impacto bursátil de la crisis del petróleo se ha traducido en un descenso generalizado del 18,4% en los mercados, aumentando en un 0,162% multiplicado por cada punto porcentual que las importaciones de petróleo representan sobre el PIB (o reducido, si el país en cuestión es exportador neto), y aumentado también en 1,85% multiplicado por cada punto porcentual que el mercado en cuestión registró de alza en los doce meses previos a la crisis (minorado, si el mercado presentó rentabilidades negativas).

Los resultados parecen consistentes, por tanto, con las hipótesis anteriormente desarrolladas. Aunque la invasión iraquí

de Kuwait ha provocado por encima de todo una crisis de confianza brusca generalizada, como lo prueba el termino constante del modelo estimado (-18,4%), dicha crisis ha afectado de manera más pronunciada a los países más dependientes de petróleo importado, y a aquellos países en los que se habían descontado unas mayores expectativas de crecimiento futuro.

Un último análisis que podría ser sugerente, en relación con el modelo estimado, se refiere a la identificación de los mercados que han reaccionado por exceso o por defecto, respecto a lo que el modelo habría previsto. Para ello presentamos el gráfico adjunto donde se representan los diferentes mercados, contrastando su comportamiento durante la crisis con el que habría sido previsible de acuerdo al modelo estimado. Las observaciones por debajo de la diagonal corresponden a mercados que han reaccionado en exceso, pues en ellos la rentabilidad posterior a la crisis ha sido, hasta la fecha, inferior a la predicha por el modelo; y lo contrario ocurre para observaciones por encima de la diagonal.

Son los mercados bursátiles de Japón (con un -6.8% de sobrerreacción), Finlandia (-5,80%), España (-5,90%) e Italia (-5,20%) los que han tenido una mayor reacción negativa en exceso de la que cabría haber esperado del modelo, mientras que Australia (+7,9%), Holanda (+7,7%)o, Estados Unidos (+6,3%) y Dinamarca (+6,2%), son los mercados en los que el modelo estima que debería haberse producido un recorte de las cotizaciones

mayores del que se ha producido.

Todos los resultados anteriores, y por consiguiente cualquier valoración respecto a qué mercados deben repuntar y cuales deben corregir todavía más a la baja, deben ser tomados con grandes reservas. En primer lugar, en absoluto puede considerarse que las dos variables explicativas utilizadas, dependencia petrolifera y comportamiento previo de las cotizaciones, incorporen toda la información relevante para deducir el margen de caída de los mercados bursátiles. Y en segundo lugar, esta lejos de poderse concluir que la crisis petrolifera, y la resolución de las incertidumbres con ella asociada, haya culminado.

PAISES	RETCRISIS	EFENERG	IMPETROL	RET12M
EE.UU.	-13,5	138,2	0,9	11,9
JAPON	-23,4	152,3	1,1	-8,6
R.UNIDO	-16,7	149,2	-0,2	-3,4
ALEMANIA	-25,5	140,4	1,1	29,2
FRANCIA	-20,6	136,6	1,2	-0,2
ESPAÑA	-24,8	101,9	1,6	-3,1
SUIZA	-19,5	113,3	0,9	-4,3
AUSTRALIA	-9,3	95,0	0,3	-2,2
AUSTRIA	-33,9	130,5	0,9	85,1
BELGICA	-17,2	137,5	1,9	-0,6
DINAMARCA	-11,4	157,8	0,6	4,3
FINLANDIA	-20,1	123,6	1,2	-27,3
ITALIA	-23,1	141,7	1,2	-3,4
HOLANDA	-11,4	140,7	1,7	-1,4
NORUEGA	-6,3	153,8	-9,1	36,8
SUECIA	-19,4	113,3	1,0	0,3
CANADA	-9,1	133,8	-0,3	-9,8

Cuadro 1

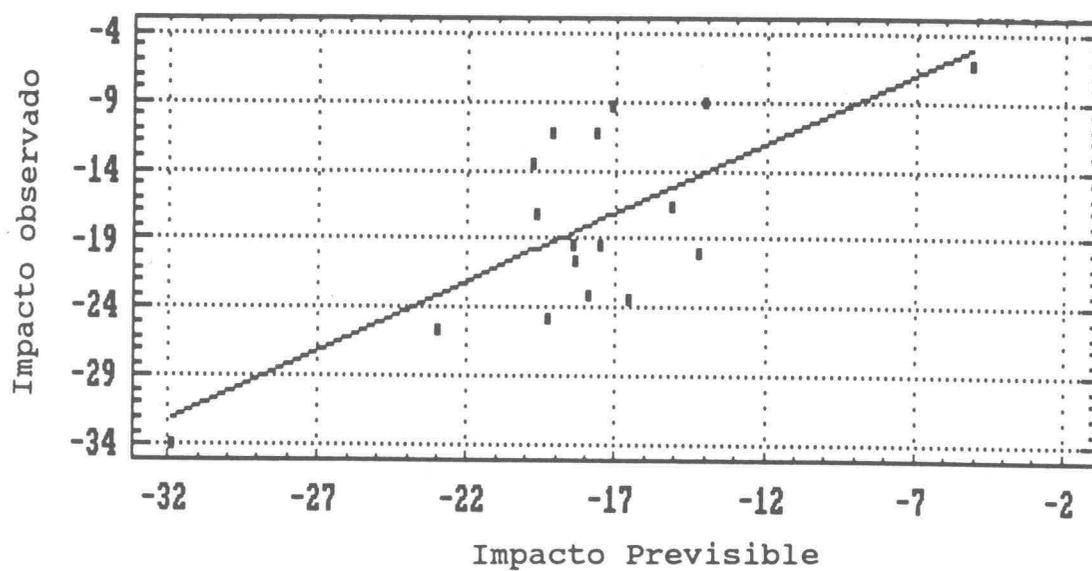


Gráfico 1: Impacto Real y Previsible, sobre los Mercados bursátiles



**LA SUBIDA DEL PRECIO DEL PETROLEO:**  
**GANADORES Y PERDEDORES**

*("The Economist")*

Si los precios del crudo permanecen alrededor de los 30 dólares el barril, la economía mundial, en su conjunto, habrá salido perdiendo, en la medida en que aumentará la inflación y se reducirá la demanda. Sin embargo, los exportadores netos de petróleo saldrán ganando. Hemos pedido a nuestros sufridos estadísticos que clasificaran a unos cuantos países según las consecuencias probables que resulten de la nueva situación. Para realizar su labor eligieron cuatro indicadores:

- Nivel de autosuficiencia en petróleo. Este dato señala el saldo neto de las importaciones y exportaciones de productos petrolíferos en porcentaje del PNB. Cuanto mayores sean las importaciones netas de crudo, mayor será su pérdida de renta en favor de los exportadores de dicho producto cuando los precios del mismo suban.

- Consumo de energía, en relación con el PNB. Los Estados Unidos consumen aproximadamente el doble de energía por dólar de PNB que Japón, Alemania o Francia. Canadá, con su clima más frío y una gran concentración de sus industrias básicas, utiliza todavía un 25% de energía más que la propia Norteamérica. La ratio de la utilización de energía sobre el PNB en el Este europeo es dos o tres veces mayor que la media de la OCDE.

Todos los países de la OCDE excepto España utilizan en la actualidad menos energía por dólar de PNB que en 1973, gracias al ahorro de energía que se ha producido como consecuencia de los avances de las industrias que consumen menos. Los mayores cambios en este sentido no han tenido lugar en Japón, como generalmente se cree, sino en Gran Bretaña, donde se necesita un 44% menos de energía que en 1973 para producir un dólar de PNB. Esto es debido en parte a que la industria que más energía consumía se ha reducido más que en otras partes. Muchos países en vías de desarrollo, por el contrario, y en especial en Iberoamérica, utilizan ahora más energía por unidad del PNB que en los años 70, a causa de la rápida industrialización y urbanización, del mayor uso del transporte motorizado y del hecho de que los precios de la energía sean subvencionados.

- Grado de dependencia del petróleo. Si se mantienen los altos precios del crudo, los de otros combustibles tales como el carbón y el gas subirán también. Pero a corto plazo, serán las economías que más dependen del petróleo las que resultarán más perjudicadas. Japón, Italia y España se hallan entre las más expuestas, entre los países de la OCDE, puesto que dependen del petróleo en un 54-61 por ciento, frente a Canadá y Australia, v.g., que sólo dependen de él en un tercio.

- Comercio con la OPEP. Los países exportadores de petróleo podrán gastar más en importaciones, por lo que resulta de interés comparar las exportaciones de los diferentes países dirigidas a los de la OPEP, excluyendo Irak y Kuwait, afectados por el embargo. A corto plazo, Turquía es un importante perdedor, pues no sólo pierde a esos dos clientes que absorben normalmente el 5% de sus exportaciones, sino que ha de renunciar también a las remesas de sus inmigrantes en esos dos países, así como a las comisiones percibidas por la utilización de los oleoductos que pasan por su suelo, procedentes de Irak. Los siguientes mayores exportadores a los países de la OPEP son Brasil y Gran Bretaña. El primero de estos países ha de acusar el embargo impuesto al Irak.

Así, pues, ¿cuáles son los grandes ganadores y los grandes perdedores?. Si se consideran todos los factores a la vez, la clasificación resulta un tanto delicada. Los países exportadores de petróleo pueden ser ordenados según el volumen de sus exportaciones netas de este producto como porcentaje del PNB. El primer premio, así, lo obtiene Nigeria. Gran Bretaña y Canadá, por otra parte, saldrán más beneficiados que cualquiera de los países importadores de crudo.

Los tres vencedores relativos (es decir, los que perderán menos) entre los importadores netos de petróleo son Australia, Japón y Argentina. Japón, por lo que parece, no es ya más vulnerable a los altos precios del crudo que Alemania o Francia. Un elemento adicional a tener en cuenta, sin embargo, es que si el yen permanece relativamente débil frente al dólar y, por el contrario, las monedas europeas siguen fuertes, la elevación real del precio del crudo será mayor para Japón.

Los grandes perdedores son Turquía, Checoslovaquia y Africa del Sur. De las economías ricas, España e Italia son las que aparecen en peor situación, principalmente a causa de su condición de grandes importadores netos de petróleo. Norteamérica figura en séptimo lugar entre los 16 países importadores de crudo considerados<sup>1</sup>.

La posición auténtica de la Europa del Este puede ser todavía peor de lo que se deduce de este estudio, dado que el próximo año dichos países deberán pagar por vez primera precios de mercado en moneda dura sus importaciones de crudo procedentes de la Unión Soviética. Según una estimación de Morgan Stanley, a 30 dólares el barril las importaciones de petróleo de Checoslovaquia absorberán el 90% de las exportaciones en monedas fuertes de este país.

Dejando aparte Argentina, que dispone de la ventaja de

---

<sup>1</sup> Dichos países son los siguientes, clasificados de menos a más (perjudicados): Australia, Japón, Argentina, Francia, Alemania, Hungría, Estados Unidos, España, Italia, Brasil, Polonia, Kenya, Corea, Africa del Sur, Checoslovaquia, Turquía.

cierta producción interior de crudo, serán los países en vías de desarrollo no productores de petróleo los que resulten más perjudicados por la nueva situación. Una subida de los precios a 30 dólares el barril hará que la factura a pagar por Brasil aumente en 1,5 m.m. de dólares, lo que equivale al 1% de su PNB. Méjico, en cambio, obtendrá unos ingresos adicionales 4 m.m. procedentes del petróleo, lo que le servirá para pagar casi la mitad de los intereses de su deuda exterior.

Corea del Sur se sitúa en cuarto lugar empezando por la cola. Esto es debido a su elevado consumo de energía. Tiene una estructura industrial -y, por lo tanto, gasta la misma energía- que Japón a principios de los años 70. Cuando se produzca la cuarta crisis de la energía tal vez se encuentre en las mismas mejores condiciones para hacerle frente que Japón hoy.

CUADRO N° 1

GANADORES Y PERDEDORES

Exportadores netos de petróleo	Balanza petrolífera	Consumo energético(a)		Porcentaje de petróleo en el consumo energético 1989	Exportaciones a la OPEP(c) como porcentaje del total 1989	Clasificación general 1=menos vulnerable
	1989 % PIB	1989 EE.UU.=100	% de variación 1973-89			
Nigeria	+24,4	27	+300	91	0,1	-
Venezuela	+13,0	132	+32	58	0,1	-
Méjico	+4,3	95	+40	70	0,8	-
Unión Soviética	+1,5	173	nil	31	0,1	-
Canadá	+0,3	125	-21	31	1,1	-
Gran Bretaña	+0,1	46	-44	40	4,7	-
<i>Importadores netos de petróleo.</i>						
Australia	-0,3	80	-8	34	3,6	1
Japón	-1,1	48	-37	56	3,5	2
Argentina	-0,5	70	+39	54	3,3	3
Francia	-1,1	45	-26	44	3,4	4=
Alemania Occidental	-1,1	48	-31	41	2,1	4=
Hungría	-0,6(b)	100	-26	32	3,0	6
EE.UU.	-0,9	100	-26	40	3,3	7
España	-1,6	63	+9	54	3,3	8
Italia	-1,4	50	-35	61	3,3	9=
Brasil	-1,3	79	+19	68	4,8	9=
Polonia	-1,1(b)	127	-4	16	2,5	11
Kenia	-3,2	39	-33	86	2,3	12
Corea del Sur	-3,2	91	-15	54	4,0	13
Sudáfrica	-0,9	182	+38	35	0,1	14=
Checoslovaquia	-1,9(b)	127	-9	25	3,2	14=
Turquía	-3,8	105	-2	43	32,9	16

Notas: (a) En relación con el PIB. (b) Tomando las importaciones a precios de mercado. (c) Excluyendo Irak y Kuwait. Fuentes: FMI; Banco Mundial; OCDE, y Morgan Stanley.

EL CURSO DEL DOLAR Y SUS PERSPECTIVAS

(*"The Economist"*)

Al dólar, lo mismo que al oro, parecen irle bien las guerras. Sin embargo, el caso es que desde que empezó el conflicto del Golfo la moneda norteamericana ha alcanzado una cotización mínima frente al DM. ¿Bajará aún más?.

Según se cree entender, el dólar es la divisa más popular del mundo. Está ligado a la economía más poderosa y se halla respaldado por un poderío militar sin igual. Pero el caso es que la crisis presente no ha servido para contener el descenso de un dólar que venía bajando desde varias semanas atrás. Desde Abril, en efecto, ha perdido el 6% de su valor frente al yen y el 10% frente al DM, y ha continuado su caída frente a un cesto de monedas desde que los tanques de Saddam Hussein invadieran Kuwait.

Todo esto ha ocurrido mientras muchas de las cosas fundamentales que conforman una moneda apuntaban hacia un dólar más fuerte. Tal es el caso, v.g., de la apreciable reducción del déficit exterior, e incluso del déficit fiscal como porcentaje del PNB.

Por otra parte, el dólar se halla progresivamente más devaluado frente a las demás divisas importantes en términos de paridad del poder de compra (PPC), que es el que compara el precio de una cesta de productos similares en diferentes países. Según Goldman-Sachs, el banco de inversión norteamericano, el dólar se encuentra hoy devaluado en un 30% en términos de PPC respecto al yen y al DM.

En la práctica el indicador PPC es poco fiable para medir las oscilaciones de los tipos de cambio, pues el coste de vida de los diferentes países puede diferir por una variedad de razones. Los economistas londinenses de Shearson Lehman Hutton, otra firma financiera norteamericana, prefieren otra alternativa al PPC. Dichos economistas han calculado la media del tipo de cambio real (es decir, el promedio de los tipos de cambio nominales entre dos monedas, ajustados según las diferencias de las tasas de inflación respectivas) de las principales monedas del mundo en el periodo 1960-1990. Si las monedas volvieran a la media de su tipo de cambio real a largo plazo frente a las demás, un dólar compraría 1,99 DM (lo que significa que se encuentra ahora devaluado en un 20%) y 217 yens (30% de devaluación).

¿Por qué, pues, está el dólar tan bajo?. Una razón es que los inversores eluden las monedas cuyos tipos de interés descienden respecto a los de otras partes, a no ser que se espere que la tasa de inflación del país en cuestión vaya también a descender.

El dólar se ha mostrado permanentemente menos atractivo, sobre la base de los tipos de interés, desde 1989. Cuando Irak invadió Kuwait, el rendimiento de los depósitos en DM a tres meses era aproximadamente cuatro décimas de un punto porcentual superior que el de los depósitos en dólares. En Marzo de 1989, los depósitos en dólares ofrecían cuatro puntos porcentuales más. De forma similar, los tipos a tres meses para los depósitos en yens eran, en Marzo de 1989, 5,5 puntos porcentuales superiores que los equivalentes en dólares. Hoy, los tipos en yens son sólo una décima de un punto porcentual menores que los tipos en dólares. Y si bien los tipos a corto plazo norteamericanos han descendido este año, los bonos del Estado a largo plazo se han elevado en unos tres cuartos de un punto porcentual. Esto indica que se espera un aumento de la inflación en Estados Unidos.

Unos precios del petróleo superiores agudizarán probablemente estas tendencias de los tipos de interés, lo que se traduciría en una mayor debilidad del dólar. Según un modelo de la economía mundial -el elaborado por Warwick McKibbin, de la Brookings Institution, y Jeffrey Sachs, de la Univ. de Harvard- una elevación del 25% del precio del petróleo supondría un incremento de un punto porcentual de la tasa de inflación de Estados Unidos, aproximadamente; de medio punto de la de Alemania, y de una cifra intermedia entre ambas en el caso de Japón. Tal aumento también supondría la reducción de algo así como medio punto porcentual de la tasa de crecimiento de esas tres economías. Dada la lenta expansión actual de Norteamérica (que no se espera supere en mucho el 1% este año) y la precaria salud de su sistema bancario, la Reserva Federal está más preocupada por los efectos de la crisis del petróleo en la producción que por su impacto en la inflación. Por esto la próxima actuación sobre los tipos de interés es más probable que los reduzca que lo contrario.

Por otra parte, Alemania Federal y Japón se encaminan hacia un crecimiento del 4%, o más, este año. Los dos países se han comprometido en favor de una expansión fiscal. El gobierno alemán deberá reservar por lo menos el 2 ó el 3 por ciento del PNB del país para financiar la conversión de la RDA en una economía de mercado (factura que puede verse aumentada cuando se incorporen a la misma los nuevos precios del petróleo). Japón, por su parte, ha dicho que gastará en obras públicas un 1% adicional de su PNB anual durante la próxima década. Si estos dos países desean controlar la inflación, es probable que deban acudir a una elevación de los tipos de interés a corto plazo.

La crisis petrolífera afectará asimismo al comercio de todos estos países. Esto puede ser positivo para el dólar, pues la elevación del precio del crudo tendrá un efecto mayor en la

cuenta corriente de Japón que en la de Estados Unidos, toda vez que el primero importa más petróleo que Norteamérica en relación con el volumen de sus economías. De acuerdo con el modelo global de McKibbin-Sachs, tras un aumento del 25% del precio del petróleo el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos aumentaría sólo en un 0'01% del PNB, mientras que los superávits de Alemania y de Japón se reducirían en un 0'3% y en un 0'4 por ciento del PNB, respectivamente.

A la larga, este modelo estima que el déficit corriente de Norteamérica se reducirá en realidad como resultado de la subida del precio del petróleo, en la medida en que una gran caída de la demanda interna del país mejorará su posición comercial a largo plazo. El modelo McKibbin-Sachs calcula que si todos los gobiernos responden al choque petrolífero de la misma manera, el dólar subirá en un 0'8% respecto al yen y en un 0'25% frente al DM.

A corto plazo, sin embargo, el dólar continuará vulnerable, y podrían producirse nuevos descensos de sus cotizaciones frente al DM y frente al yen. La economía norteamericana es frágil, y los electores tienen tanto miedo a una recesión que ante cualquier mala noticia sobre la economía mundial presionan a la Reserva Federal para que baje los tipos de interés. En el caso de los bancos centrales de Alemania y Japón la situación es exactamente la inversa. Aunque pueda parecer algo extraño y nuevo, es poco probable que el dólar recupere posiciones mientras no se restablezca una paz estable y duradera.

#### FRANCIA: CRISIS DEL GOLFO Y LA LUCHA CONTRA LA INFLACION

*(Alain Vernholes, en "Le Monde")*

Confrontados con las consecuencias de las crisis del Golfo, que pueden ser importantes para la economía francesa, Michel Rocard y Pierre Bérégovoy deberán decidir rápidamente una política adaptada a las circunstancias. Elección difícil puesto que si la crisis dura varios meses se deberá instaurar una estrategia nueva, basada más en el rigor salarial y en una superior incitación a las empresas para que continúen invirtiendo masivamente.

Pero si la crisis del Golfo viera su fin en pocas semanas, la subida de los precios del petróleo y la caída de los mercados financieros apenas tendrían más efectos que el "crash" del otoño de 1987. Toda la ambigüedad de la situación se resume en la misión difícil encomendada a la Comisaría del plan, al que se le

ha pedido un informe para fin de Septiembre sobre las consecuencias a corto y medio plazo de la crisis actual. Informe útil, sin duda, que obligará a reflexionar, pero informe, después de todo, que corre el riesgo de llegar demasiado tarde... o demasiado pronto, según sea la evolución de la enorme tensión actual, la cual puede disminuir o, por el contrario, acentuarse.

Sea como fuere, este estado de cosas deja a la economía en una situación mucho más expuesta de lo que se hubiera podido pensar hace sólo un mes y medio: energía más cara, tipos de interés todavía más altos.

Señales a las que conviene prestar una gran atención se han multiplicado en el curso de las semanas más recientes. Tales señales muestran, por una parte, que los jefes de empresa franceses se sienten inquietos (habiéndose suspendido numerosos proyectos de inversión). Por otra, que los inversores extranjeros -en especial los japoneses- tienden a retirarse del mercado de acciones y que lo hacen, según parece, siguiendo instrucciones muy concretas.

Si tales hechos resultaran confirmados probarían que los inversores de fuera, que en los últimos tres o cuatro años habían apostado en favor de Francia y de su economía, dudan ahora de la capacidad de ésta para absorber en buenas condiciones un posible tercer choque petrolífero.

Pues bien, es para evitar un posible curso a la deriva hacia más inflación y menos inversión para lo que Rocard y Bérégovoy se han puesto de acuerdo, tratando de acentuar una política que está en marcha ya desde hace siete años pero que ha sido constantemente discutida por la mayoría política actual: es la política que concede ventajas fiscales a las empresas con el fin de fortalecerlas financieramente y de facilitar su modernización.

Rápidamente se ha decidido una rebaja suplementaria del impuesto de sociedades, el cual -sólo para los beneficios reinvertidos- pasaría del 37 al 34 por ciento. Al mismo tiempo, las empresas podrán deducir el IVA de sus compras de productos petrolíferos. Se piensa, en fin, en un conjunto de medidas fiscales -basadas probablemente en unas amortizaciones aceleradas- que incitaría a las empresas a economizar energía.

Tales son las grandes líneas de un dispositivo que, en la delicada situación actual, excluye las vacilaciones, en especial las de un Partido Socialista permanentemente atormentado por el riesgo de favorecer en demasía a los "beneficios" en detrimento de los asalariados, de su trabajo, de sus esfuerzos y, desde luego, de la reducción de las desigualdades.

Queda el combate contra la inflación, del que dependen el comportamiento del franco y las posibilidades de que nuestra moneda entre en la próxima Unión Monetaria europea en una situación de paridad con el DM. Lo que ahí está en juego es

asimismo muy importante, y se comprenden los esfuerzos de Bérégovoy por evitar que el franco pierda en unos meses lo mucho que ha ganado en los últimos años.

Dos serán las grandes líneas de defensa. La primera es mecánica, y consiste en reducir los tipos del IVA con el fin de evitar o contener la elevación de los precios. El tipo superior pasará así del 25 al 23 por ciento, y tal vez incluso al 22%. El problema, sin embargo, es no reactivar exageradamente las compras de automóviles -las que en primer lugar se beneficiarán de tales medidas- en un momento en que las importaciones y el consumo deberían disminuir en provecho del equilibrio comercial y de la inversión.

La segunda línea es fundamental: se trata de la moderación salarial. El Estado es consciente de sus responsabilidades y así lo manifiesta, en una etapa en que las retribuciones del sector privado aumentan probablemente de una manera notablemente más rápida que las de los funcionarios, a un ritmo comprendido entre el 5 y el 6 por ciento. Si existe moderación, los costes franceses continuarán subiendo lentamente, permitiendo que la industria siga exportando. La moderación permitirá asimismo que el Estado economice 3 ó 4 m.m. de francos de sus remuneraciones a la función pública, lo que le permitirá aumentar sus inversiones.

Pero los funcionarios deberán aceptar el aplazamiento de los aumentos de sus sueldos, y no solamente los previstos para 1990 sino también los correspondientes a 1992. ¿Lo harán?.

La crisis del Golfo obligará a replantearse un sinfín de cosas.

**"FINANCIAL TIMES", "HERALD TRIBUNE" Y  
"THE WALL STREET JOURNAL" INFORMAN SOBRE LA ECONOMIA ESPAÑOLA**

***El primero de los citados periódicos ("La crisis del Golfo presiona sobre la economía española") dice lo siguiente en su número del 3/9:***

El gobierno español ha estado preparando al país para las nuevas restricciones económicas, las cuales, según aquel, le han sido impuestas por las elevaciones de los costes del petróleo que se han producido como consecuencia de la invasión a Kuwait.

Felipe González, jefe del gobierno, advirtió en la noche

del viernes que "no está dispuesto a que España repita la experiencia de 15 años atrás, cuando se produjo la primera crisis del petróleo". También dijo que deberán contenerse salarios y precios con el fin de evitar que el país caiga en una recesión. Por otra parte, se espera que el ministro de Hacienda presente urgentemente al gabinete una revisión del proyecto de presupuesto para 1991.

La advertencia del jefe del gobierno ha sido muy criticada por la oposición y por los líderes sindicales, los cuales se han comprometido a combatir cualquier intento de reducción salarial.

Los precios de los productos petrolíferos deben aumentarse mañana por tercera vez desde que se produjo la invasión de Kuwait, y el ministro Solchaga ha manifestado ya sus temores acerca de las posibilidades existentes de que la inflación pueda reducirse al 5'7% este año, como había confiado.

A pesar de los elevados tipos de interés y de las restricciones crediticias, la oferta monetaria ha estado subiendo mucho más de lo previsto, al tiempo que la disminución de los ingresos del turismo ha eliminado toda posibilidad de que el déficit corriente pueda quedar este año reducido a 16 m.m. de dólares.

La producción industrial se redujo casi en un 2% durante la primera mitad del año en curso, y si bien la fortaleza de la peseta suaviza los efectos de la subida de los precios del petróleo, queda tan poco espacio para actuar sobre la política monetaria que el gobierno presiente que no tendrá más remedio que proceder a recortes presupuestarios y a enfrentarse con los sindicatos sobre los niveles salariales.

*Por su parte, el "Herald Tribune" del mismo día 3 se expresa así bajo el título "España se prepara para un nuevo plan de austeridad":*

El gobierno español, que desde hace tiempo practica una política monetaria restrictiva con el fin de contener la inflación, se propone ahora poner en marcha un nuevo plan de austeridad económica destinado a hacer frente a la subida de los precios del petróleo.

El gobierno no ha anunciado aún ninguna medida específica del gasto público. También se ha dirigido a empresarios y trabajadores para que limiten las subidas de los precios y de los salarios.

El primer ministro González se ha mostrado dispuesto a evitar por todos los medios los errores cometidos por el gobierno después de la primera crisis del petróleo, en 1973-74, en que la

falta de una actuación adecuada condujo a años de recesión, por lo que el país pagó "un precio extraordinariamente alto como consecuencia de la indecisión gubernamental".

Después de la primera crisis petrolífera, en efecto, España sufrió una depresión que duró de 1975 a 1985. Durante ese periodo la inflación alcanzó un máximo del 24 por ciento, el paro llegó al 23 por cien y se detuvo el crecimiento.

En los últimos cuatro años, con todo, España consiguió una expansión media de casi el 5% anual, la más rápida de la Comunidad Europea, y esto gracias en parte a una importante inversión pública en telecomunicaciones y en carreteras y autovías.

Pero el país es vulnerable a la gran subida de los precios del petróleo. España, en efecto, es el segundo país de la Comunidad, tras Italia, por su dependencia del petróleo, del que obtiene el 59% por ciento de la energía que consume. Casi todo este petróleo procede del extranjero.

Como resultado de ello, el gobierno ha elevado ya sus proyecciones de inflación al 6'7 por ciento (frente al 5'7% anterior), abandonando toda esperanza de suavización de la política monetaria restrictiva adoptada para desacelerar la economía. Esta política, en vigor desde hace algún tiempo, ha llevado los tipos de interés a alrededor del 15% y ha hecho que la peseta se haya mostrado muy fuerte.

Aunque la economía española sea aún una de las que goza de mejor salud entre las de la Comunidad, con una tasa de crecimiento previsto del 4'1% para 1990, la política monetaria contractiva se está haciendo notar.

Los ingresos por turismo experimentaron una baja del 8'5 por ciento en el primer semestre debido a la fortaleza de la peseta, y los pedidos a la industria disminuyeron el 19 por ciento en Junio.

El déficit por cuenta corriente ha aumentado en un 39% en los primeros siete meses del año, hasta alcanzar los 8'47 m.m. de dólares, aunque hasta ahora ha sido compensado con la inversión exterior.

Pero algunos economistas han subrayado que algunos centenares de millones de dólares de capital extranjero colocados en bonos del Estado fueron retirados la pasada semana.

Un éxodo de capitales extranjeros es también lo que ha motivado en parte la caída en un 12'6% de la bolsa de Madrid que se ha producido desde la invasión de Kuwait.

*El título de "WSJ" es éste: "González propone unos mayores impuestos y recortes presupuestarios para mitigar los efectos de la crisis del Golfo". En general repite los comentarios de sus colegas citados antes, y añade:*

No se sabe exactamente por donde se propone el gobierno recortar el gasto. Ahora bien, hay mucho que eliminar en el marco de la función pública, y todo parece indicar que resultaría más arriesgado suprimir programas de inversión en curso de realización, en especial los que afectan a la construcción de carreteras. Las malas comunicaciones automovilísticas y ferroviarias son una causa importante de la elevada inflación, razón por la cual los economistas consideran que su mejora es esencial para el crecimiento futuro.

Po lo demás, se cree que el gobierno puede llevar a cabo subidas substanciales de los impuestos indirectos, los cuales, según se cree saber, ya estaban previstas para el presupuesto de 1991.

Las medidas contractivas llegan en un momento particularmente delicado. España depende del petróleo de importación para más del 50 por ciento de sus necesidades energéticas y, por otra parte, los elevados tipos de interés y las restricciones crediticias habían frenado ya la demanda interior...

#### PETROLEO E INFLACION: POR QUÉ LA HISTORIA NO VA A REPETIRSE

*El siguiente artículo, de Christopher Farrel, apareció en el número de "Business Week" de Septiembre.*

Los precios del petróleo suben. El dólar vacila. ¿Significa esto que nos hallamos necesariamente ante una reactivación de la inflación?. Sí, dice el mercado de bonos. Los inversores, en efecto, han hecho subir los tipos de interés y han empujado hacia arriba los precios de los bonos, cosa que recuerda los movimientos de estos títulos después del ascenso espectacular de la inflación tras las crisis del petróleo de los años 70. Muchos economistas, por otra parte, pronostican por lo menos un par de meses en que los precios al consumo sobrepasarán los dos dígitos.

Ahora bien, cualquier impacto doloroso que unos mayores precios del petróleo inflijan al índice de precios será con toda probabilidad fugaz y rápidamente invertido. A mediados de 1991

---

la inflación podría ser menor del 5% anual que era la tasa prevalente en el momento en que los tanques de Hussein invadieron Kuwait. Esto es así porque la economía de los años 90 es muy distinta de la de los 70.

Para empezar, los Estados Unidos necesitan menos energía para obtener la misma cantidad de producto. Pero aún es más importante el hecho de que la aguda competencia no permitirá que los trabajadores consigan apreciables aumentos salariales, ni que las empresas puedan subir mucho sus precios. Además, los precios estacionarios de las viviendas y el fuerte endeudamiento de las familias significan que los consumidores no podrán acudir masivamente al crédito ni gastar alocadamente. Finalmente, la globalización de los mercados financieros ha hecho que subieran los tipos de interés, lo que contribuirá a la contención de la demanda y a la suavización de las presiones sobre los precios.

La economía, pues, es claramente menos vulnerable que antes ante una subida del coste de la energía. No sólo han conseguido las empresas reducir el consumo de esta sino que los avances tecnológicos les han permitido fabricar nuevos productos que requieren menos energía. Por ejemplo, unas 100 libras de cable de fibra de vidrio pueden conducir tantos mensajes telefónicos como una tonelada de alambre de cobre; y esto teniendo en cuenta que para obtener 100 libras de cable de fibra de vidrio no se necesita más del 5% de la energía requerida para fabricar 1 tonelada de alambre de cobre, según Hugh Johnson, economista de First Albany Corp.

Los cambios en la utilización de energía son asimismo espectaculares en el frente consumidor. El automóvil medio recorre hoy 28 millas por galón, frente a sólo 14 millas en el momento del primer choque petrolífero, en 1973.

La competencia que se manifiesta en la actualidad en los mercados en los que se mueven trabajadores y empresas también contribuirá, como se apuntó, a que las presiones sobre los precios sean menores. Los cambios que se han operado en este campo han sido también profundos, y sus efectos más evidentes se observan entre los trabajadores norteamericanos. Por ejemplo, los sindicatos representan hoy sólo el 12% de la mano de obra del sector privado, frente al 22% en 1980. Los aumentos automáticos de salarios según las subidas del coste de vida son muy raros en dicho sector, en la actualidad. En su lugar, muchos trabajadores reciben diferentes tipos de remuneraciones flexibles, susceptibles de ser recortadas, tales como bonos o participaciones en los beneficios ("bonuses and profit-sharing plans"). Las empresas pueden asimismo suprimir puestos de trabajo más fácilmente. Los empleos de jornada limitada o parcial suponen hoy el 17% de la masa laboral no agraria, lo que representa un incremento del 14% respecto a 1964.

Dado que más empresas que nunca se enfrentan con competencia extranjera, la elevación de precios y el mantenimiento de estos no resulta tan fácil. El momento, por lo

demás, es particularmente duro, y ya se producen campañas de rebajas como anticipación de unas ventas de Navidad que se anuncian muy débiles. Las listas de precios publicadas, por lo demás, inducen a confusión y no indican la situación real del mercado. Así, por ejemplo, General Motors Corp. elevó los precios base de sus vehículos en un 4% y el 14% de Agosto, sólo para sorprender con un aumento de las rebajas poco después.

Los efectos de estos cambios del mercado de trabajo y de la competencia global sobre la inflación pueden ser muy poderosos. Donald Ratajczak, jefe del Georgia State University Economic Forecasting Center, estima que esa doble fuerza puede reducir la tasa de inflación del 7'5% de los meses inmediatos al 4% a mediados de 1991.

También los consumidores se verán contenidos, con lo que se evitarán las compras anticipadas que propagaron la inflación en los años 70. La gente se halla muy constreñida a causa de unos pagos por intereses que les absorben el 27% de sus rentas disponibles, y esto sin incluir los pagos de las hipotecas. La deuda hipotecaria se ha triplicado casi en los años 80, hasta alcanzar los 2'4 billones de dólares. Y lo que es peor, los precios de las viviendas ya no suben como lo hacían en los años 70 y gran parte de los 80, o sea que sus propietarios no van a sentirse tan ricos ni van a gastar con la misma despreocupación que lo hicieron entonces. En realidad, la atmósfera en este sector es exactamente la opuesta a la de los años 70, en que un "boom" sin precedentes de los precios de las viviendas se tradujo en una actitud psicológica muy favorable a la inflación.

La elevación de los tipos de interés en el mundo es aún otro importante factor para creer que la inflación no se va a disparar. Los mercados financieros reaccionaron rápidamente ante la subida del precio del crudo, haciendo que los tipos de interés se elevaran. Esto, además, se produjo tras la estela de un crecimiento muy modesto de la oferta y con unos precios francamente moderados del resto de las materias primas, lo que ha de pesar también a la hora de hacer previsiones sobre la inflación.

Por supuesto, los precios podrían iniciar un curso loco si la situación presente desemboca en una guerra. De no ser así, las consecuencias inflacionistas del conflicto en su estado actual serán muy limitadas. Incluso podría acelerarse la tendencia desinflacionista que se inició en los años 80, en la medida en que un petróleo más caro absorba poder de compra de las empresas y de los consumidores. Por lo menos los tipos de interés deberían ser más bajos el año que viene.

COMO ROMPER EL CICLO DE LAS CRISIS DEL PETROLEO

*El artículo que se transcribe a continuación apareció en el número de "Business Week" de 17 de Septiembre. Su autor es Robert Kuttner.<sup>1</sup>*

La crisis militar del Golfo Pérsico es también la tercera crisis del petróleo de Norteamérica en menos de dos décadas. Los años 80 constituyeron una década perdida en materia de política energética. La administración Bush está elaborando ahora una política minimalista en materia de energía: reducción de los termostatos, aislamientos, incentivos para la producción interna, etc. Pero no conviene confiar mucho en la misma.

Después de la primera crisis, las administraciones Ford y Carter tomaron algunas medidas para asegurar el autoabastecimiento. Muchas de las iniciativas resultaron inoperantes. Otras, tales como el programa multimillonario para el desarrollo de la energía solar y otras energías renovables fueron razonables, pero se vinieron abajo con la administración Reagan. Lo mismo les ocurrió a las regulaciones sobre "corporate average fuel efficiency", encaminadas a aumentar el rendimiento de los vehículos, es decir, a la reducción del carburante consumido por éstos.

Desgraciadamente, la disminución de los precios del petróleo y el romance de la administración Reagan con el "laissez faire" arruinó cualquier iniciativa tendente a frenar el consumo o a desarrollar combustibles y carburantes alternativos. La importación de petróleo, que llegó a ser sólo el 28% del consumo en 1982, vuelve a situarse hoy en el 50% del mismo.

Emplazados hoy de nuevo ante el problema, todo indica que una estrategia correcta debería contar con tres elementos: primero, una menor tendencia del petróleo importado. Segundo, el desarrollo de alternativas en el interior del país, insistiendo sobre todo en el uso más eficaz de la energía y en el desarrollo de las fuentes renovables de ésta. Según la Agencia Internacional de la Energía, una mayor eficacia en este campo supone ya el ahorro anual de 250 m.m. de dólares por parte de los países industriales. Si utilizáramos la energía con tanta eficacia como lo hace Japón ahorraríamos 200 m.m. de dólares más. Y tercero, para el petróleo que debemos aún importar, necesitamos un contrato a largo plazo con los países exportadores y en el que se aseguren unos precios estables.

Obsérvese que cada uno de estos objetivos contradice los dictados de la economía convencional. La simple idea de

---

<sup>1</sup> Robert Kuttner es el especialista económico de "The New Republic" y autor de "The Life of the Party".

"autosuficiencia nacional" de cualquier producto es una afrenta contra la ortodoxia económica, favorable a la libertad de comercio. Pero el petróleo no es un producto cualquiera, y su comercio no es libre. Siempre, desde el primer John D. Rockefeller, la producción de petróleo ha estado cartelizada. En el siglo XIX lo estuvo por los barones depredadores. Durante una gran parte del siglo XX, después del descubrimiento de las grandes reservas del Oriente medio, lo fue por las grandes compañías petrolíferas. A partir de 1973 lo ha sido por la OPEP.

Los economistas insisten que, a largo plazo, ningún cartel puede durar. Ahora bien, como señaló Keynes, a largo plazo todos muertos. Un siglo es una cantidad de tiempo considerable. La extracción del crudo del Oriente Medio cuesta, aproximadamente, 2 dólares el barril. En un mercado libre auténtico, basado en la oferta y la demanda, sin interferencias, el petróleo se vendería por mucho menos de 10 dólares el barril. Pero el precio continuará politizado de una u otra forma. La economía convencional no basta para explicar la política energética.

Debemos estabilizar el precio del petróleo en toda la medida de lo posible, y hemos de utilizar esta estabilidad para desarrollar fuentes alternativas. El establecimiento de puestos -la manera más ortodoxa de influir en los precios- es sólo una parte de esta posible política. También aquí falla la economía convencional. Un impuesto sobre la gasolina, por ejemplo, actúa principalmente como un gravamen regresivo y molesto, pero no frena realmente el consumo. La elasticidad del precio de la gasolina se sitúa entre 0'1 y 0'2, lo que representa que un 100% de aumento del precio reduciría el consumo entre un 10 y un 20 por ciento. La razón es obvia: en ausencia de productos substitutivos o de un sistema de tráfico colectivo perfecto, la mayor parte de los conductores no puede dejar de circular.

Lo que sí debería intensificarse son las medidas dirigidas a mejorar la eficacia de los carburantes. Unos mayores impuestos sobre la gasolina y sobre otros derivados tendrán sentido sólo si son parte de una estrategia más general. Desde que la OPEP tomó el control del cártel del petróleo, los gobernantes han acariciado la idea de un contrato de suministro a largo plazo y con precios estables. La misma OPEP ha parecido sugerir esta solución en diversas ocasiones. Ahora bien, la idea ha sido ridiculizada como impracticable: siempre que hubiera un exceso de oferta, se ha dicho, el precio del contrato se vería reducido. Pero el caso es que hay no pocos ejemplos de contratos negociados libremente y a largo plazo en los que productor y comprador se obligan sobre una determinada cantidad de producto y sobre el precio, sin tener en cuenta, o dejando de lado, las posibles oportunidades (o riesgos) de elevadas ganancias (o pérdidas). Los soviéticos tienen un contrato a largo plazo -que la administración Reagan quiso boicotear- para el suministro de gas natural a la Europa occidental. La tendencia periódica de los precios "spot" del petróleo a minar ("undercut") el precio del contrato podría remediarse con un impuesto variable. Así, por ejemplo, los países productores y consumidores podrían llegar a

un acuerdo a largo plazo para un petróleo valorado en 20 dólares, más un impuesto de 5 dólares por barril. Esto produciría unos ingresos de más de 100 m.m. de dólares al año, que se distribuirían así: una tercera parte se capitalizaría constituyendo un fondo internacional para la financiación de la investigación en materia de energías renovables; otro tercio se rebajaría de la factura de las importaciones de petróleo de los países pobres; y el tercio final se destinaría a la amortización de la deuda del Tercer Mundo, que en sí misma es un legado de una fracasada política energética.

La intervención militar destinada al rescate de los grandes yacimientos de Kuwait es sólo una estrategia a medias. La otra mitad es una política energética seria.

### LAS COMPAÑÍAS PETROLIFERAS, BENEFICIADAS POR LA CRISIS

(*"The Economist"*)

Las compañías petrolíferas pretenden que las crisis del petróleo no les benefician, lo mismo que al resto de la industria. No se lo crean.

La invasión de Kuwait por parte de Irak no resultó óptima para tales compañías, pero sí fue la mejor noticia que recibieron en mucho tiempo. Por supuesto, deberán hacer frente a una incómoda volatilidad de los precios del crudo, así como a la publicidad negativa que acompaña a aquellos que se aprovechan de la desgracia ajena. Pero piensen en lo que van a ganar mientras prosiga el embargo. Por primera vez en esta década, sus dos mayores negocios -la extracción de crudo de las entrañas de la tierra (fase "upstream", o contra corriente, según la jerga de la profesión) y su refinado para convertirlo en gasolina y otros carburantes (fase "downstream")- contemplan una expansión paralela, simultánea.

Esto es así porque los suministros de crudo y la capacidad de refino necesaria para convertirlo en algo útil se ven limitadas al mismo tiempo. Esto es así en parte a causa del deseo de los clientes de todo el mundo de completar las reservas en previsión de una guerra. Pero también refleja una escasez real en ambos mercados, en especial en el del refino.

Esto debería mejorar la situación económica de las compañías, aunque no se sabe por cuánto tiempo. Si se compara la situación presente del mercado petrolífero con la existente en el momento de las otras dos crisis en 1973 y 1979 se constata que el mercado es hoy mucho más flexible, con muchos más competidores. La nueva capacidad y el menor consumo acelerarán

la reducción de los precios, llegado el momento. La Agencia Internacional de la Energía, que analiza la marcha de los mercados, predice ya que el consumo de petróleo en los países industrializados en el cuarto trimestre de este año bajará en 500.000 barriles diarios (b/d) de un total de 36 b/d que supone el consumo de la OCDE.

Sin embargo, si para entonces no se ha restablecido la paz en el Golfo, se echarían de menos unos 4 m. b/d de crudo, con lo que el precio se mantendría muy por encima del mínimo de 15 dólares a que se llegó pocas semanas antes de la invasión. Si hay guerra el precio será mucho mayor.

La mayor parte de estas ganancias adicionales irán a parar a los países productores y a las compañías. Cual sea la compañía que más se beneficie de un incremento de los precios depende de los diferentes sistemas fiscales. Por ejemplo, BP está en una buena posición no sólo porque es el tercer gran productor después de Exxon y de Royal Dutch/Shell sino también porque aproximadamente la mitad de los 1'4 m. b/d que obtiene procede de Alaska, donde la presión fiscal es ligera.

Están garantizados unos mayores beneficios procedentes de las operaciones de extracción, o "upstream". En cambio, el lado del refino, o del "downstream", normalmente debería verse perjudicado por unos precios mucho mayores del crudo, al menos inicialmente. Es difícil trasladar súbitamente unos mayores costes de la primera materia a millones de automovilistas individuales. Los precios al por menor por lo general cambian más lentamente que los precios del crudo. A los consumidores, a los políticos y a los periódicos no suele gustarles ver cómo se incrementan los productos refinados.

Todo esto es lo que acostumbra a suceder. Pero esta crisis actual es una excepción. Las sofisticadas refinerías de Kuwait quedaron cerradas tras el embargo, al igual que las salidas de crudo. Según Vahan Zanoian, un analista de Petroleum Finance Company, esto representó la retirada de 800.000 b/d de productos refinados del mercado (comparativamente, Norteamérica consume alrededor de 7'7 m. de barriles de tales productos al día). Para empezar las cosas, los 500.000 b/d producidos por las refinerías de Arabia Saudita y de Bahrain se han destinado a suministrar a las fuerzas del Golfo. Tales refinerías suministraban a los mercados del Este asiático, en los que los precios de la nafta y del keroseno se han doblado. Esto podría suponer un notable beneficio para Shell y Exxon, los mayores productores de la región.

Cuando se produjo la segunda crisis del petróleo, en 1979, las refinerías norteamericanas trabajaban al 74% de su capacidad. Hoy lo hacen al 92%. Esto significa que ganan mucho dinero. Pero los buenos tiempos puede que no duren. El refino ha sido recientemente tan mal negocio que muchas compañías dejaron esta actividad. La capacidad de refino de las grandes compañías occidentales ha descendido en unos 2'8 m. b/d desde 1985, según

Petrocompanies, un analista del sector con sede en Londres; y aunque una gran parte de esta capacidad fue desguazada, otra se conservó por si acaso, y puede volver a operar en un periodo de seis meses.

El problema real será conseguir que los clientes paguen los superiores precios que se les van a pedir. Las grandes empresas químicas que utilizan el petróleo o sus derivados como materia prima tendrán grandes dificultades para trasladar tales aumentos a los consumidores en una situación en que la economía mundial se muestra tan poco expansiva.

Lo que está claro, en cualquier caso, es que las compañías petrolíferas parecen no estar nunca satisfechas. Cuando el petróleo sobraba, hace unos pocos años, las compañías se quejaban de que los precios eran demasiado bajos. Ahora que hay de nuevo escasez dicen que lo pasan muy mal porque no pueden aumentar los precios de los productos refinados con la rapidez con que ellas ven incrementados los precios del crudo. ¿Estarán contentas alguna vez?.

#### EL AHORRO DE ENERGIA EN JAPON

*(Clady Chandler y Marcus W. Branchli en  
"The Wall Street Journal")*

También en materia de energía se ha de poner a Japón como ejemplo.

He aquí un caso: Nippon Steel Corp. redujo casi en un 25% la energía necesaria para producir una tonelada de acero. Teniendo en cuenta que se trata de una planta que consume el 1% de la energía obtenida en Japón -suficiente para suministrar a una ciudad de dos millones de habitantes- tal ahorro es importante.

Al igual que la mayoría de las industrias japonesas, Nippon Steel se consagra al ahorro de energía con una devoción casi religiosa. El entusiasmo que se constata en su fábrica de Kimitsu ayuda a explicar por qué este país tan pobre en recursos dispone de la economía más eficaz en términos energéticos, y también por qué Japón es el país industrial con menos posibilidades de resultar seriamente afectado a corto plazo por la elevación de los precios del petróleo que pueden resultar de la crisis del Golfo.

Ningún país sufrió tan duramente como Japón los aumentos de los costes del crudo en 1973 y 1979; y ningún país se protegió

más a continuación frente a las veleidades de los mercados petrolíferos. Algunos expertos señalan que si el resto del mundo industrial hubiera hecho el esfuerzo que hizo Japón en la pasada década con el fin de reducir su dependencia del crudo exterior, los Estados Unidos podrían no haberse visto en la necesidad de enviar tropas al Oriente Medio y la economía mundial posiblemente no estaría amenazada con una recesión.

Cómo consiguió Japón ahorrar tanta energía?. ¿Qué pueden aprender de ello los demás países?.

Las lecciones son tan simples que resultan vulgares, dice Richard Samuels, un experto en política energética de Japón en el Massachusetts Institute of Technology. "Lo primero que debe hacerse es tomar la decisión de reducir realmente el consumo de petróleo".

Esto fue lo que decidió Japón. No lo decidieron por propia iniciativa los ingenieros de las múltiples fábricas existentes a lo largo y ancho del país. Fue el gobierno el que les animó a hacerlo, y esto a través de un programa a largo plazo, cuidadosamente coordinado, que continúa en vigor. Una lección clara que se deduce de lo ocurrido en Japón es que el gobierno puede realmente obligar a las principales industrias a cumplir y a respetar un programa destinado a conseguir un ahorro de la energía que consumen.

Una segunda lección es que no resulta fácil conseguir que los ciudadanos tomen conciencia de la importancia de tal ahorro. Y no fue porque Japón no lo intentara. En el curso de la crisis petrolífera de 1979, el entonces primer ministro, Masayoshi Ohira, quiso dar un ejemplo acudiendo a su despacho con un atuendo "de safari", con la idea de que, si el ejemplo cundía, se consumiría menos energía en los acondicionadores de aire. El atuendo no prosperó.

La verdad es que los consumidores japoneses no colaboran demasiado, ni aún hoy. Más ricos, quieren más aparatos. Las avalanchas de potentes coches hacia las playas son horribles, los fines de semana. El aire es helado en verano en los almacenes de Ginza, y los rótulos de neón de restaurantes y bares permanecen encendidos toda la noche.

Esta relativa tolerancia fue en parte el resultado de varios años de petróleo barato, lo que hizo que la demanda de energía creciera un 5% en cada uno de los tres últimos años. Pero las empresas industriales continuaron ininterrumpidamente el proceso de ahorro de energía, hasta el punto de que no se sabe qué más podrían hacer en este sentido si se les exigieran nuevos esfuerzos.

Tokio Electric Power Co. se pasó a la energía nuclear y redujo su dependencia del petróleo en dos terceras partes. Asahi Glass Co. reformó sus hornos y modificó sus procesos de producción con el fin de reducir en un 40% la utilización de

energía. Un sistema ferroviario municipal del norte de Japón recicla el calor generado por sus motores, el cual hace funcionar el aire acondicionado. Los equipos de las fábricas japonesas, más nuevos, en general, que los de las plantas norteamericanas, incrementan la eficacia relativa de la energía.

El caso es que hace ya 20 años, incluso antes del embargo de 1973, la economía japonesa era la que obtenía más rendimiento de cada unidad energética en el mundo, y consumía proporcionalmente menos de los dos tercios de la energía de Estados Unidos. En parte, el bajo consumo de Japón se debe a la concentración geográfica, a la densidad de población y al soberbio sistema de transporte público.

A partir de aquella fecha, todos los grandes países industrializados han mejorado su eficacia energética en una cuarta parte, aproximadamente. Pero Japón la ha mejorado en un tercio, lo que es importante si se tiene en cuenta que partió de una situación ya mejor. Además, Japón, al revés de lo que han hecho otros países, se concentró en la reducción de su dependencia del petróleo, que debe ser importado casi en su totalidad. Entre la crisis de 1973 y 1987, la producción global de Japón aumentó en más del 100 por cien, mientras que sus importaciones de petróleo disminuyeron en un 25%. (Las compras de Estados Unidos de petróleo extranjero durante el mismo periodo aumentaron del 36 al 43 por ciento del consumo total).

Por otra parte, Japón ha diversificado sus proveedores de crudo. En 1973, casi dos tercios del petróleo que necesitaba procedían de cuatro países del políticamente incierto Medio Oriente: Arabia Saudita, Irán, EUA y Kuwait. A finales de los años 80 Japón había doblado el número de sus principales proveedores de la zona. Durante la guerra de ocho años entre Irak e Irán ayudó a las dos partes del conflicto, y los dos países continuaron enviándole crudo. Por otra parte, Japón compra más y más en otras zonas, tales como China.

Pero lo que realmente hace de Japón un caso aparte y lo distingue de otros grandes consumidores es el paciente esfuerzo por ahorrar energía y por diversificar, esfuerzo que no cesó ni siquiera en la etapa en que los precios del crudo cayeron en lo más bajo. Los Estados Unidos, más atentos a la evolución del mercado, no hicieron lo mismo. El contraste constituye una ilustración clásica de lo que Ronald Morse, un experto en energía del Economic Strategy Institute, de Washington, llama la "filosofía distinta" de ambos países en materia de energía.

"Los japoneses hacen lo que nosotros iniciamos bajo la administración Carter. La diferencia es que ellos prosiguen lo que nosotros abandonamos", dice Morse. "Japón está preocupado por su vulnerabilidad económica. Por esto trata de aislarse de los males procedentes del exterior". Morse añade: "En Estados Unidos, todo el empeño ha sido puesto en la desregulación y en el mantenimiento de unos precios de la energía baratos. Ahora bien, esto significa que alguna vez hemos de utilizar el poderío

militar para mantener abiertas las fuentes de suministros".

La mayor parte del esfuerzo, como se dijo, se concentra donde éste puede ser más efectivo, es decir, en la industria, que consume la mitad de la energía de Japón. Esto se relaciona con uno de los puntos fuertes del país: la dirección burocrática de la industria. Según Morse, el principal mérito de lo conseguido en este campo corresponde al Ministerio del Comercio Exterior y de la Industria. "Esta es una área donde realmente han funcionado los controles que el gobierno ejerce sobre los mercados".

Los controles del MITI sobre la energía son amplios y eficaces. Desde 1979, los funcionarios del ministerio han vigilado atentamente la energía consumida por 5.000 fábricas. Muchas de estas han de destinar hasta diez ingenieros especialmente preparados a observar cómo se administra la energía en los talleres y cómo se reduce su consumo. La cooperación de las fábricas está garantizada por el temor que suscita el poderoso MITI.

El ministerio también ha exigido a las empresas que consuman menos petróleo y más carbón o gas natural, estos de fácil obtención en países políticamente estables.

Por otra parte, el MITI deja que los suministradores de energía japoneses -incluidas las compañías petrolíferas y las de gas, así como las eléctricas- mantengan unos precios -y unos beneficios- elevados, con la condición de que las substanciosas ganancias se utilicen en la investigación energética. Esto, de hecho, equivale a un impuesto sobre la energía, dicen algunos, pero el precio artificialmente elevado de los derivados del petróleo acelera la transición hacia otras fuentes de energía.

Como resultado de ello Japón dispone ahora de la mejor tecnología mundial para células solares y para el almacenamiento y transporte de gas natural líquido, así como para la fabricación de generadores que producen electricidad partiendo del carbón gasificado y del agua del mar. "Por supuesto, esta investigación resulta económicamente arriesgada, pero probablemente el 60% de la misma ha sido eficaz. Ahora se obtienen los frutos de la misma", comenta Morse.

Incluso la energía nuclear ha supuesto una ayuda, a pesar de la oposición, frecuentemente emocional, a la misma en el único país que ha sufrido los efectos de las armas nucleares. Antes de la primera crisis del petróleo Japón apenas disponía de capacidad nuclear alguna. Hoy tiene 38 centrales atómicas en funcionamiento, las cuales suministran el 9% de la energía consumida. El gobierno pretende doblar esta capacidad para el término de la década.

Gracias a la acción gubernamental en favor de la mayor utilización del carbón, del gas y de la energía atómica, la parte correspondiente al petróleo en el total de la demanda energética pasó del 77% en 1973 al 57% en 1987.

De todos modos, conviene no olvidar lo que ha supuesto en todo ello la modernización de la industria japonesa. A partir de finales de los años 70 el país fue abandonando la industria pesada para concentrarse más en la producción de artículos electrónicos y otros que requieren un menor consumo de energía, así como en los servicios financieros. Esta reestructuración de la economía se había iniciado ya con anterioridad a las crisis del petróleo de los años 70. El aumento de los costes de la energía no hizo más que acelerarla. Y el caso es ahora que, como señalan en Hino Motors, el consumo de energía volverá a aumentar a causa de las condiciones severas del mercado de trabajo, que obligan ya y seguirán obligando a confiar más en las máquinas y menos en la mano de obra.

SISTEMA FINANCIERO



LOS TIPOS DE INTERES Y LA CRISIS

Reflexiones sobre el estado actual de nuestra economía y la capacidad de la política económica española, tal y como ha sido diseñada hasta ahora, para enfrentarse a nuevo "shock" externo.

---

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

En esta nota nos ocuparemos del análisis de algunos de los factores fundamentales que podrían incidir en la evolución futura, en un horizonte de medio plazo, en los tipos de interés. En concreto, trataremos de delimitar y caracterizar el estado actual de la economía española, tanto en lo que corresponde al ritmo de crecimiento real, como a la situación de nuestros desequilibrios básicos.

En nuestra opinión, una parte del ascenso de los precios del petróleo que ha tenido lugar desde el inicio de la crisis del Golfo Pérsico es ya irreversible pues responde no sólo a la crisis "militar", sino también a la crisis larvada meses antes de la invasión de Kuwait en una OPEP favorecedora de precios a la baja. No debe olvidarse en este sentido, que, días antes de la invasión de Kuwait por Irak, la OPEP acordaba un ascenso del precio mínimo del barril de 18 dólares a 21. Después del estallido del conflicto del Golfo, parece claro que será improbable que el petróleo alcance niveles medios inferiores a los 25 dólares por barril. Por ello, sin llevar a cabo un análisis de los distintos escenarios políticos que cabe imaginar para la solución de la crisis provocada por Irak, sí cabe realizar un esfuerzo por delimitar las consecuencias económicas de la parte del ascenso de precios por barril que ya podría ser irreversible. En esta nota, en continuidad con la nota de Análisis de Coyuntura anterior y en coherencia con las publicadas Balanza de Pagos y Predicción y Tendencia de IPC y de sus componentes, planteamos la discusión sobre las consecuencias de la crisis del petróleo -más allá de la crisis del Golfo Pérsico- sobre el crecimiento de nuestra economía.

La cuestión es importante por cuanto que, aunque el grado de dependencia española del consumo de petróleo se ha reducido, la eficiencia energética de nuestro producto interior bruto apenas ha mejorado desde 1973. Mientras el peso de la importación de petróleo sobre el PIB se ha reducido en más de un 11,5% a lo largo de los años 80, la proporción de consumo de petróleo sobre el consumo energético total ha pasado de un 69% a un 53% entre 1980 y 1989. Sin embargo, la eficiencia energética de nuestro PIB -el cociente entre el PIB y el consumo total de energía- sólo ha mejorado desde 1973 un 2%, frente a mejoras del 42% en Italia, 49% en el Reino Unido, 40% en la RFA o

38% en USA, si se realiza la medición en 1989. Nuestro país, por tanto, sólo ha reducido el consumo relativo de petróleo, sustituyéndolo por otras fuentes energéticas, pero sigue siendo excesivamente intensivo en uso de energía.

En nuestra opinión, el ascenso de los precios del petróleo hará que nuestro país se enfrente a un nuevo escenario económico mundial, en el que no será tan sencillo financiar el déficit corriente de la balanza de pagos que siempre ha estado ligado a nuestros procesos de fuerte crecimiento económico. La transferencia que tendrá lugar desde los países importadores de crudo hacia los exportadores, reducirá los excedentes de las balanzas de pagos de los países que venían financiando a los deficitarios; ampliará los déficit de éstos; y alterará los canales de circulación de los capitales internacionales, al ganar peso en la oferta financiación mundial los países productores de petróleo (ahora, más excedentarios) y al hacerse, en general, más selectivos los criterios de elección de las inversiones exteriores.

En este escenario es ahora más importante que en el pasado el control de la inflación y del déficit corriente, desequilibrios fundamentales a la hora de mantener la credibilidad de nuestro tipo de cambio. Sin embargo, nuestra economía no puede considerarse, ya antes de la crisis, en la misma coyuntura que hace un año. Los indicadores más recientes muestran, en nuestra opinión, que el repunte del consumo del segundo trimestre no ha continuado durante el verano -por lo que el consumo privado sigue una senda próxima al 4% de crecimiento real en 1990- y, sobre todo, que la inversión en bienes de equipo se ha desacelerado profundamente, hasta alcanzar tasas realmente bajas en la mitad del año. Por ello, parece razonable esperar un mantenimiento y no una intensificación del grado de rigor actual de la política monetaria (básicamente, el mantenimiento de los tipos de interés). Esto mismo hace ahora previsible una cierta depreciación de la peseta en el seno del mecanismo de cambios del SME. Las expectativas han de centrarse pues en la política presupuestaria y en la política de rentas.

### La desaceleración económica hasta el verano del 90

A pesar de que la repercusión del incremento de los precios del petróleo consecuencia del conflicto del Golfo es un hecho que, por su relevancia tanto en términos de crecimiento de la economía española como en precios y competitividad, no puede desligarse ya de cualquier análisis sobre la evolución de la coyuntura, en nuestra opinión, resulta imprescindible hacer una valoración global previa sobre el entorno macroeconómico que podía observarse antes de la crisis.

De la evidencia empírica disponible de lo transcurrido del año 1990 cabe extraer una serie de conclusiones que avalarían la

idea de que se ha producido una desaceleración importante del crecimiento de la demanda interna, directamente relacionada con la imposición de límites al crédito interno al sector privado en el segundo semestre de 1989 y a su continuación en 1990, pero que ésta se ha traducido, en mayor grado, en una descalabro de la inversión en bienes de equipo que en un freno al consumo privado (véase tabla 1). Y ello a pesar de la vía de "escape" a los límites que para las empresas ha supuesto la emisión y colocación en el público de pagarés de empresa (recuérdese que el saldo vivo de pagarés de empresa en las carteras del público ha pasado de unos 620 m.m. en noviembre del pasado año a unos 1.900 m.m. en agosto de este ejercicio, dejando hueco en el seno del límite para el crédito privado). Parecen pues razones de fondo las que subyacen en la desaceleración de la inversión. Las expectativas de inflación de costes y los tipos de interés altos podrían ser dos de ellas.

El Índice de Producción Industrial de bienes de equipo, que había estado experimentando crecimientos moderados desde el final del año 89, ha acusado, en los dos últimos meses disponibles, una desaceleración espectacular, un 1,8% en abril y un 0,8% en mayo en tasa media anual, frente a crecimientos del 6,7% en mayo del 89 y del 5,7% en diciembre del mismo año. También la importación de bienes de equipo ha registrado una fuerte caída en sus tasas de crecimiento durante los últimos meses, que han pasado, en tasa interanual, desde un 18,7% en el tercer trimestre de 1989 y un 9,4% en el cuarto, a un 17,9% en el primer trimestre de 1990 y tan sólo un 0,1% en el segundo. No obstante, la tasa intermensual de julio, un 15,9%, muestra una ligera aceleración de los ritmos de crecimiento (junio fue un 11%). Las Opiniones Empresariales muestran una situación de clara desaceleración de la demanda de inversión en bienes de equipo. Así el nivel de existencias es crecientemente considerado "alto" en los últimos meses para los bienes de equipo.

No obstante, dichos crecimientos por debajo de lo "normal" no se van a traducir en tasas muy inferiores de la inversión global todavía, gracias a la continua expansión del sector de la construcción, y en particular el subsector de Obras Públicas (la licitación de obras alcanzó en mayo y junio del 90, en tasa media anual, su mayor crecimiento, un 60,8 y un 58,6, respectivamente, en línea con la tendencia descrita desde septiembre del 89; además, el nivel de ocupación en la construcción ha seguido creciendo de forma importante hasta el mes de junio). Los últimos datos disponibles muestran, sin embargo, una cierta moderación en el crecimiento de este subsector. Se ha producido una ralentización del consumo de cemento en el primer cuatrimestre del año, y el paro registrado de agosto, que supone un incremento de 0,51% en tasa mensual, concentra el mayor aumento en el sector de la construcción con un 3,5% en tasa mensual.

**TABLA 1**

LA ACELERACION DEL CONSUMO Y LA DESACELERACION DE LA INVERSION, SEGUN ALGUNOS INDICADORES.  
( Tasas de crecimiento )

	Antes de las limitaciones al crédito	Después de las limitaciones al crédito				Enero- Julio 1990
	Enero- Julio 1989	3Trim 89	4Trim 89	1Trim 90	2Trim 90	
<b>Importaciones reales (Indice de volúmenes)</b>						
1. B.CAPITAL	27.4	18.7	9.4	17.9	0.1	8.1
2. B.CONSUMO	34.5	20.3	10.5	9.3	12.0	12.7
2.1 ALIMENTICIO	26.1	11.7	-1.4	10.9	12.6	15.7
2.2 NO ALIMENTICIO	37.1	22.8	14.1	8.8	11.8	11.8
3. B.INTERMEDIOS	12.6	8.9	12.8	14.1	8.4	12.6
3.1 ENERGETICOS	6.9	4.3	9.8	0.4	2.4	3.5
3.2 MATERIAS PRIMAS	3.5	6.9	10.3	15.8	15.6	16.2
3.3 MANU.SEMIELABORADAS	20.2	11.1	14.5	20.5	8.4	15.4
<b>Opiniones Empresariales (1)</b>						
4. CARTERA DE PEDIDOS						
4.1 BIENES DE INVERSION (previsión)	9	-1	-6	10	4	8
4.2 BIENES DE CONSUMO (previsión)	21	15	6	25	12	18
5. EXISTENCIAS DE PRODUCTOS TERMINADOS						
5.1 BIENES DE INVERSION (nivel)	21	-12	-16	-2	4	2
5.2 BIENES DE EQUIPO (nivel)	10	4	10	11	13	12
6. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA	81	80.5	80.8	79.1	80.5	79.8
<b>Indice de Producción Industrial (2)</b>						
7. BIENES DE EQUIPO	6.7	6.2	5.7	4.8	0.8	-
8. CONSUMO	1.1	2.1	2.9	4.1	-2	-

**Notas:**

(1) La cartera de pedidos muestra la diferencia entre los porcentajes de las respuestas "elevada" y "debil" en el nivel y entre "a aumentar" y "a disminuir" en la prevision. Las existencias de productos terminados muestran la diferencia entre los porcentajes de las respuestas "superior al normal" e "inferior al normal". Medias trimestrales. Ultimo dato disponible.

(2) El indice de producción en el periodo anterior a las limitaciones al crédito está calculado para los meses de Enero a Mayo, para poder comparar las cifras con el último dato disponible del 90.

Fuentes: Elaboración propia sobre "Encuesta de Coyuntura Industrial" del Ministerio de Industria, Instituto Nacional de Estadística y estadísticas de comercio exterior de D.G. Aduanas.

Estos datos parecen apuntar a que, pese a que la desaceleración ocurrida hasta ahora habría reconducido el crecimiento real hacia sendas de mayor moderación, más compatibles con una prolongación futura del ciclo expansivo, la caída de la inversión no deja de ser preocupante, en una situación como la actual, en la que las expectativas sobre el futuro crecimiento de la economía parecen haberse deteriorado sustancialmente.

En este mismo sentido ha evolucionado el indicador "adelantado" de opiniones empresariales, en el que, a pesar de su característico "sesgo al pesimismo", se observa un deterioro de las expectativas de las industriales tanto en su cartera de pedidos como en el nivel de existencias, sobre todo en el segundo trimestre. Las expectativas sobre la cartera de pedidos hasta julio muestran un empeoramiento de las previsiones de demanda de los empresarios en el segundo trimestre (de un +14 a un +8 en media móvil de tres meses). Sin embargo, pareció detectarse una reducción de su nivel de existencias a lo largo del segundo trimestre, lo cual sería coherente con el repunte de la demanda de consumo estimado en este período. En cuanto las existencias de productos terminados, se observa que, desde el inicio del presente año, parece ampliarse el stock, tanto de bienes de consumo, como de inversión.

Si bien es cierto que los indicadores del consumo privado más relevantes han mostrado tasas de crecimiento menor desde finales del 89 y sobre todo en el primer trimestre de 1990, nuestras estimaciones parecen detectar un cierto repunte en el consumo en el segundo trimestre. El consumo de energía eléctrica se ha estabilizado en el primer semestre en torno al 4% en tasa media anual desde diciembre del 89, frente a las tasas de crecimiento superiores al 5,5% de todo el año 89. Las importaciones de bienes de consumo crecieron, en el primer trimestre, a una tasa interanual del 9,3% frente al 20,3% del tercer trimestre del año pasado, y el 10,5% del cuarto. Las ventas en grandes almacenes, los ingresos por turismo y la matriculación de automóviles muestran también una senda de moderación.

El repunte señalado sería observable en el segundo trimestre sobre todo en el mayor crecimiento real de las importaciones de bienes de consumo, al pasar de un 9,3% en el primero en tasa interanual a un 12%. El dato del mes de julio, un 25,3% en tasa intermensual frente al 14,6% de junio, apoyaría la consolidación de este repunte durante un mes más, pero no su continuidad. Además, el Índice de Producción Industrial de consumo se ha mantenido en el mismo trimestre creciendo a tasas muy elevadas (un 4,2% en mayo en tasa media anual frente a crecimientos similares en abril y marzo 3,5% y 4,1%, respectivamente), gracias a lo cual el Índice de Producción Industrial general se ha moderado (de un 4,9% en diciembre de 1989 en tasa media anual al 3,2% de abril y mayo), solo suavemente, amortiguando el efecto de

la producción de bienes de equipo.

Este dinámico pero más moderado comportamiento del consumo resulta perfectamente compatible con la expansión del empleo que ha tenido lugar desde el pasado año, y que comenzó a moderarse parcialmente desde el inicio de 1990, así como con la continuada reducción que, hasta el pasado mes de agosto, había mostrado la tasa de paro. El índice de ocupados no agrícolas, indicador más representativo para el análisis, ha moderado ligeramente su tasa de crecimiento desde el 5,3% intertrimestral de marzo del 89, al 5,1% de marzo del 90 y 4,4% de junio.

La moderación de los indicadores en lo transcurrido del año ha sido pues clara. Estamos ante crecimientos más controlables del consumo privado, compatibles con un todavía fuerte crecimiento del empleo, y ante una desaceleración muy pronunciada y preocupante de la inversión en bienes de equipo. Este panorama parece además coherente con la más moderada expansión monetaria observable en julio y agosto en ALP si se añaden a esta variable los pagarés de empresa.

TABLA 2

LA DESACELERACION MONETARIA DEL VERANO DE 1990  
(tasas anuales medias sobre series desestacionalizadas)

	Enero - Marzo	Abril - junio	Julio - Agosto
ALP + PEP	7.9	23.4	10.0
CIEF + PEP	14.5	20.2	12.3

CIEF: Crédito Interno del Sistema Crediticio a empresas y familias

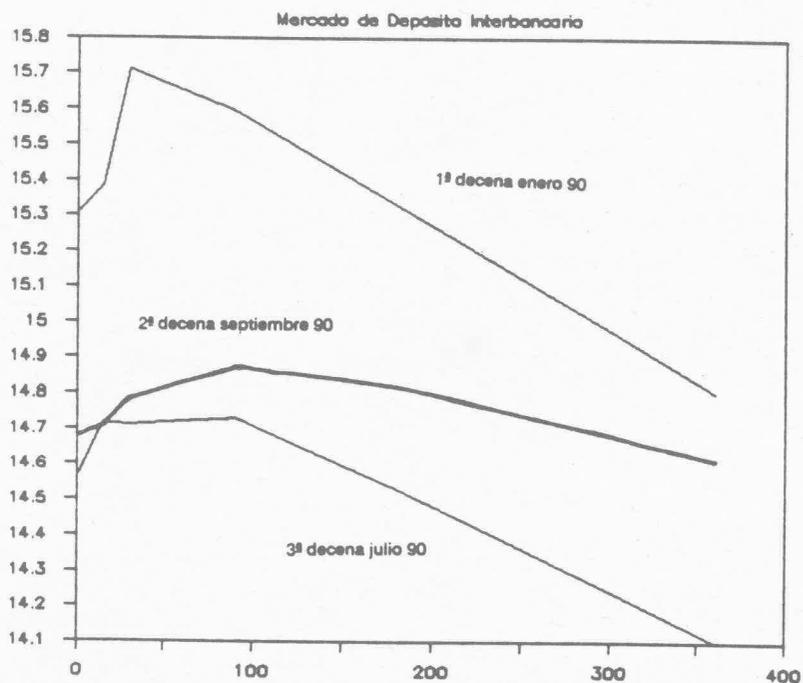
ALP: Activos Líquidos en poder del público

PEP: Pagarés de Empresa en poder del público

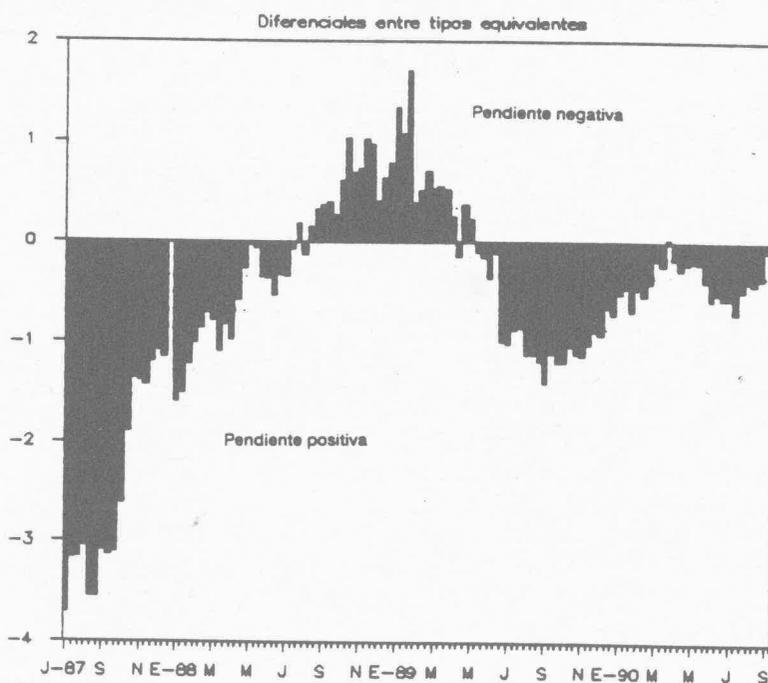
Fuente: Elaboración propia sobre datos del Banco de España

Como muestra la tabla 2, el crecimiento monetario se ha desacelerado en verano tras la fuerte aceleración -en la que los vencimientos de pagarés forales fueron sólo en una parte responsables- del segundo trimestre del año. Si consideramos el agregado de ALP y los pagarés de empresa en poder del público (frente alternativa de financiación para las empresas muy desarrolladas en el contexto actual de límites al crédito) el crecimiento medio anual en julio-agosto fue del 10% en contraste con el 23,4% de abril-junio. Si observamos el crédito interno al sector privado agregado con los pagarés de empresa, el panorama es también de desaceleración del 20,2% en el segundo trimestre al 12,3% de los dos meses señalados del verano.

CURVA DE TIPOS EQUIVALENTES-DIA. 1990



LA PENDIENTE DE LA CURVA TIPOS-PLAZO



### Los tipos de interés

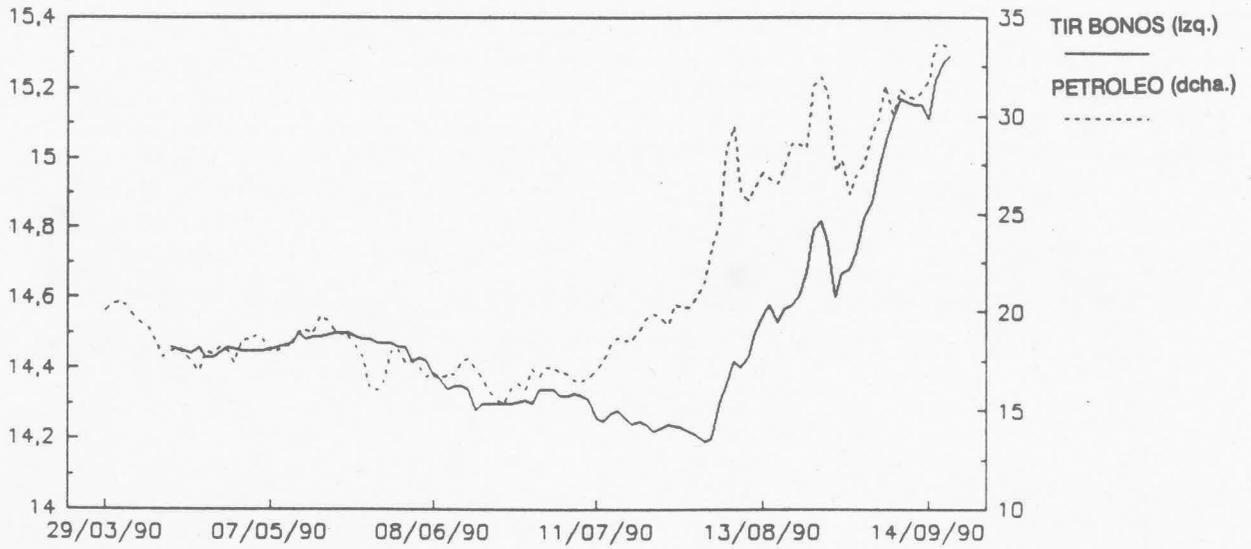
Bajo nuestro punto de vista la limitación al crédito privado es el instrumento monetario más eficaz -aunque también el más distorsionador- con que nunca ha contado el Banco de España para llevar a cabo su política restrictiva. Tal limitación se materializa en los límites trimestrales que este año vienen imponiendo las autoridades al crecimiento del crédito interno al sector de empresas no financieras y familias y en las restricciones al endeudamiento exterior del sector privado, es decir el depósito previo sin remunerar del 30% de valor en pesetas de financiación en divisa, y la no liberalización del endeudamiento a plazo inferior a tres años.

Ambas limitaciones tratan de "controlar" la financiación privada, al tiempo que la segunda modera la demanda de pesetas en los mercados de cambios, permitiendo una mayor estabilidad cambiaria. En nuestra opinión, por primera vez desde su imposición se abre ahora una expectativa razonable de eliminación de ambas restricciones en un horizonte relativamente próximo. Esta eliminación sería el resultado, en un contexto de política presupuestaria restrictiva, como el anunciado por el Gobierno para el año 1991, de una política monetaria más preocupada por los efectos de los límites sobre la inversión en bienes de equipo -cuya desaceleración ha de alertar sin duda a las autoridades-. Los límites han provocado un ascenso muy violento en los tipos de interés de los créditos bancarios y, aunque han sido sorteados mediante las emisiones de pagarés de empresa colocadas en el público (unos 2 billones de saldo vivo a agosto frente a los 690 m.m. de pesetas del final de 1989), han sido realizadas básicamente a corto plazo. Puede decirse pues que los límites han desplazado la financiación empresarial fuera del crédito bancario, dejando allí "espacio" suficiente para la financiación del consumo privado. Ello no es equivalente a decir que la inversión ha seguido estando atendida, ya que la financiación a corto propiciada por los pagarés de empresa no ha podido dar a las decisiones de inversión en bienes de equipo la necesaria cobertura temporal que hubieran propiciado.

La eliminación de los límites al crédito al final de año permitiría un descenso de los tipos de interés de los créditos pero en nuestra opinión, no necesariamente habría de arrastrar una caída de tipos oficiales. Las cautelas que exigen la inflación esperada, la competencia bancaria por el activo que podría surgir en el mercado crediticio y las elevaciones de tipos que podrían tener lugar en algunos países europeos parecen hacer recomendable el mantenimiento de los tipos oficiales. Queda por ver, no obstante, el efecto de la relajación de los límites sobre la curva de los tipos de interés, toda vez que ésta ha sufrido un desplazamiento al alza a la largo de la primera mitad de 1990 y ahora tras la crisis del Golfo Pérsico.

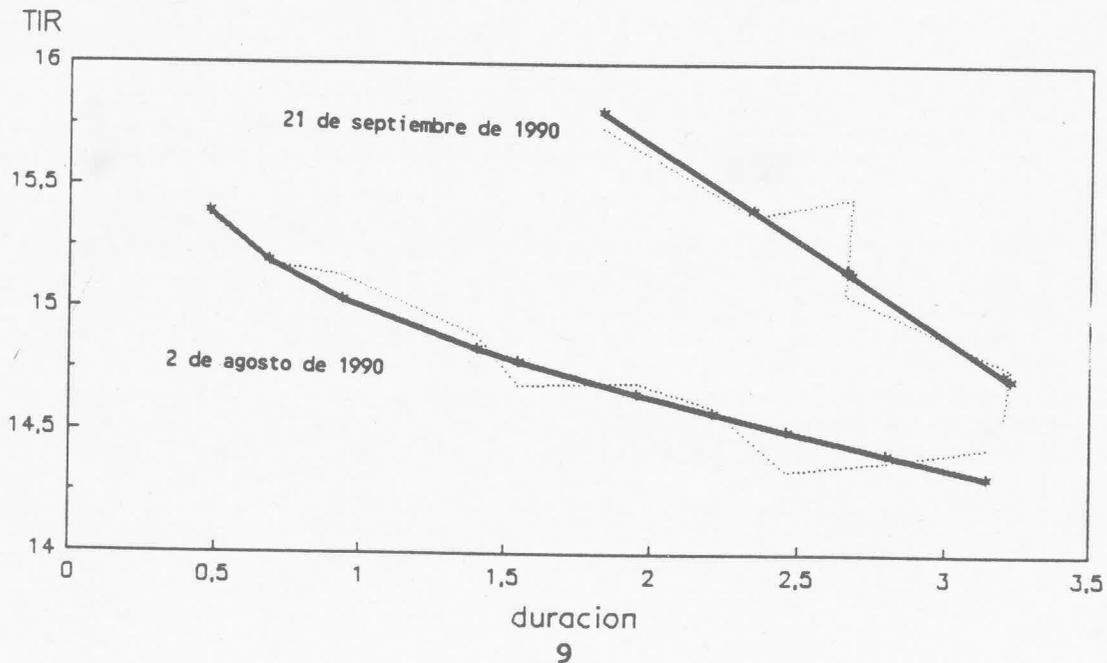
En todo caso, uno de los procesos más preocupantes de los

RENTABILIDAD B-13.75 Y PRECIO PETROLEO  
23/03/90 - 19/09/90



TIR BONOS 13,75 VALOR DICIEMBRE  
PETROLEO VARIEDAD WTI (dólares por barril)

CURVA DE RENTABILIDADES DEUDA ANOTADA  
( Ajustadas por regresion )



que están teniendo lugar en los mercados monetarios desde que estalló el conflicto del Golfo Pérsico es la caída de los precios en el mercado secundario de bonos del Estado. El mercado de deuda anotada, tanto en su tramo al contado, como sobre todo, en el de operaciones a plazo -de entrega futura en fechas estandarizadas- está observando en las últimas semanas un fuerte ascenso de las rentabilidades, que aleja enormemente éstas del mercado de depósito interbancario, cuyo comportamiento en tipos de interés ha sido especialmente estable desde que, el plazo de año se comenzara a negociar a un tipo de nivel equivalente al de intervención a corto del Banco de España. Este alejamiento es aún mayor respecto a la rentabilidad fijada en las últimas subastas mensuales de bonos del Estado a tres años.

Los bonos al 13,75, con vencimiento en marzo del 93, actualmente los títulos más líquidos del mercado, han alcanzado recientemente un nivel próximo al 15,30% de rentabilidad interna bruta, frente al 14,70% del final de agosto o incluso el 14,35% del final de julio. Es decir, los bonos de esta referencia han elevado su rentabilidad en nada menos que un punto porcentual desde que se inició la crisis del petróleo, cuando los tipos de interés de intervención del Banco de España no se han modificado en absoluto desde entonces -de hecho el Banco ha permitido una significativa relajación del tipo a un día en el interbancario- y mientras el tipo a un año del depósito interbancario ha ascendido en solo algo más de medio punto porcentual hasta el 15,70%. En este contexto de clara divergencia entre el mercado de deuda pública a tres años y el mercado de dinero, cabe preguntarse qué mercado tiene razón. Es decir, dónde reflejan las rentabilidades el verdadero cambio que ha tenido lugar en las expectativas. Esta cuestión es muy relevante por cuanto que ambos mercados sirven de referencia para la formación de precios de las emisiones y negociación de la renta fija privada.

En nuestra opinión, una parte del ascenso de las rentabilidades de los bonos responde a una situación específica del mercado de deuda, no extrapolable a otros mercados. Se trata del contexto de elevadas carteras de deuda no cedida a la clientela que caracterizó al mercado en el momento en que se produjo el shock de la crisis del Golfo. Estas carteras (más de 500 m.m. de pesetas, de los que la mayor parte corresponden a bonos de reciente emisión, entre ellos el del 13,75) fueron acumuladas por las entidades financieras en los últimos días de junio, ante las expectativas que la desaceleración del crecimiento real de la economía despertaba de una agudización de la pendiente negativa de la curva de tipos de interés, es decir, de una caída en las rentabilidades a medio y largo plazo.

A la transformación de plazos -desde letras a corto a letras a un año y a bonos a tres años- que en aquellos días tuvo lugar en las carteras que sirven de garantía para las cesiones temporales de deuda pública de las entidades de depósito, se unió pues una nueva acumulación, que confiaba en la generación de

plusvalías conforme el Tesoro redujera las rentabilidades de emisión de los bonos. Este clima era propicio además para el canje de bonos de vida residual corta por bonos de tres años que entonces propuso el Tesoro.

El estallido de la crisis el Golfo hizo que el mercado revisara sus expectativas. A la expectativa generada hasta entonces por el más patente enfriamiento de la economía, que hemos comentado aquí, había que añadir ahora una inflación esperada superior. Los tipos, así, ya no podrían descender y la curva del interbancario se aplanó, al elevarse el tipo de interés a un año. Este aplanamiento significa -simplificando- expectativas de estabilidad de tipos. Sin embargo, en el mercado de deuda las fuertes carteras disponibles generaron otra dinámica quizá menos razonable. La rentabilidad de los bonos del 13,75 comenzó a ligarse a la evolución del precio del petróleo, de forma que en agosto y septiembre, como muestra el gráfico adjunto, aquélla fue ascendiendo al ritmo de éste. No ocurría así con los tipos del depósito interbancario.

La explicación de que este comportamiento está determinado por la urgencia de vender "a cualquier precio" que imponen las fuertes carteras disponibles de las entidades titulares de cuenta en la Central de Anotaciones de deuda pública, no justifica, sin embargo, la elevada correlación con el precio del petróleo, precio que en definitiva no habla, para el mercado de deuda, sino del grado de tensión existente entorno al Golfo. Este grado de tensión tiene consecuencias difíciles de predecir sobre los tipos de interés, al ser impreciso el umbral a partir del cual elevaciones adicionales pueden conducir a crecimientos de la economía demasiado bajos. No es pues razonable tal correlación.

Sólo una mayor conexión entre el mercado de letras del Tesoro y el de bonos -instrumentos perfectamente sustitutivos para plazos cortos de cesión temporal a terceros- puede aliviar la tensión excesiva del mercado de deuda en relación con las expectativas de tipos, es decir, reducir las más altas primas de riesgo que exigen ahora los compradores de bonos en el mercado. En este sentido, parece el momento de que se desarrolle más intensamente el mercado interbancario de operaciones "simultáneas" -verdaderas cesiones temporales- con los bonos.



ALGUNOS EFECTOS DE LA GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL SISTEMA DE CAJAS DE AHORROS

Fernando Pampillón

1. INTRODUCCION

La creciente globalización de los sistemas financieros está introduciendo importantes transformaciones en los mercados y en la actuación de los intermediarios financieros. Las Cajas de Ahorros, en tanto que entidades bancarias inmersas en este proceso, lo están viviendo con una creciente intensidad, en primer lugar en su actividad individual, al tener que enfrentarse a una cada vez mayor competencia de otras entidades en sus tradicionales áreas de influencia, y a las exigencias de una clientela con más cultura financiera; y, en segundo lugar, por los efectos que tiene sobre el sistema de Cajas de Ahorros (CC.AA.), hasta hace algunos años estructurado en zonas geográficas en las que, salvo excepciones, donde actuaba una Caja no lo hacían las demás. La imagen externa que daban las CC.AA. era de un grupo homogéneo y cohesionado que, sin embargo, hoy día se halla sometido, en muchos países, a un proceso de revisión.

Uno de los temas que ha dado lugar a amplios estudios y debates es la situación y el papel que cumplen, dentro del sistema de Cajas, las instituciones centrales que les prestan servicios operativos, conocidos generalmente como bancos centrales de Cajas. La eliminación de las barreras que limitaban la operatoria y la expansión de las CC.AA., junto con la dimensión alcanzada por algunas de ellas han dado lugar a un replanteamiento de la función de aquéllos en la estructura orgánica de las Cajas.

Nuestro país no es ajeno a este debate y por ello parece interesante hacer algunas reflexiones sobre el tema así como realizar un análisis de la situación de otro sistema, como es el italiano, con grandes similitudes con el nuestro y el segundo de mayor peso dentro de la CEE, tras la República Federal de Alemania.

Esta nota se dedica a considerar inicialmente el fenómeno de la globalización de los mercados y de sus efectos sobre la actividad bancaria en general y más concretamente en las Cajas de Ahorros, estudiando la alternativa de una fuerte concentración frente a una filosofía que, aprovechando los puntos fuertes del sistema, persigue lograr un grupc

que los bancos centrales juegan un papel de apoyo a las Cajas de ámbito regional o local. La parte final se dedica al análisis de las funciones tradicionales del Instituto de Crédito de las CC.AA. italianas y de sus planes de reforma que tratan de compatibilizar sus intereses con los de las Cajas.

Si el lector tiene la paciencia de leer las páginas que siguen, creo que coincidirá conmigo en que la globalización está igualando las actividades y la problemática de las CC.AA. en la CEE. Por esta misma razón, pienso que sentirá más de una vez que la polémica planteada en Italia tiene muchas similitudes con la vivida en nuestro país.

## 2. LA GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SUS EFECTOS SOBRE LA ACTIVIDAD BANCARIA

Los sistemas financieros, que se han caracterizado hace tan sólo unas décadas por unos mercados geográficamente reducidos y fuertemente segmentados, se están transformando, con inusitada rapidez, en un conjunto de mercados integrados en los que agentes geográficamente alejados pueden operar entre sí con cada vez menores limitaciones. Este proceso de globalización se está produciendo por la coincidencia de una serie de variables entre las que, sin duda, juegan un papel relevante los siguientes factores:

1. De carácter político-económico que han dado lugar a una desregulación de las normas que limitaban el funcionamiento de los mercados interiores y la libertad en los movimientos internacionales de capital.
2. De desarrollo tecnológico, derivados del tratamiento de la información y de las comunicaciones, que han permitido una mayor capacidad de manejo y de transmisión de datos, y
3. De la llamada "ingeniería financiera" con importantes logros en el campo de la innovación que, teniendo muchas veces como objetivo la elusión de normas financieras o fiscales, se traduce en la búsqueda de nuevas operaciones y productos más rentables y líquidos y con menores riesgos: de liquidez, de mercado, de tipos de interés o de cambio. Las operaciones de fuera de balance y más concretamente las de titulización ("securitización") constituyen una de las manifestaciones más relevantes de la innovación.

Estos tres factores, -político-económicos, tecnológicos y de ingeniería financiera-, están impulsando la competencia y hacen prever, a medio plazo, una caída de los márgenes de intermediación y, consecuentemente, de la rentabilidad de las operaciones financieras tradicionales. Además, la competencia interbancaria está siendo reforzada por la actividad de las grandes empresas y del sector público que tratan de buscar directamente la financiación en los ahorradores últimos del sistema, creando mercados para sus propios productos financieros. Este proceso, conocido como desintermediación, produce un desplazamiento de la demanda desde los depósitos hacia los títulos por la clientela más preparada y desvía el crédito bancario hacia otros mercados financieros.

Ante estos nuevos retos, las instituciones de depósito han ido extendiendo su actividad, conjugando las tareas tradicionales con la oferta de otras nuevas y la prestación de servicios cada vez más complejos, en un marco de supermercados financieros en los que se ofrecen operaciones de "leasing", de "factoring" y de seguros, mediación en títulos, sociedades y fondos de inversión mobiliaria, gestión de patrimonios, banca de inversión y de negocios, etc.

En el ámbito exterior, la globalización de los mercados afecta a las instituciones bancarias ante el volumen internacional de movimientos de capital, la interdependencia de las principales plazas financieras, la actividad que deben realizar fuera del país y las posibles alternativas a seguir: sucursal propia y participación o acuerdo con una entidad ya operante.

En el marco de los países de la CE, la liberalización de los movimientos de capital y la entrada en funcionamiento del mercado único europeo de los servicios financieros, prevista en 1993, supondrá un impulso decisivo a la globalización. La Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, aprobada a mediados del pasado mes de diciembre, incorpora el principio de autorización única por el que se concede a cualquier entidad que cumpla los requisitos exigidos en un país comunitario, la facultad de operar en todo el territorio de la CE de acuerdo con la regulación del país de origen. Con ello, los países de normativa más laxa son los que establecerán el techo de posibilidades operativas ante la discriminación inversa a que quedarían sometidas las entidades con regulaciones más estrictas. La Comunidad, de forma indirecta, ha optado por el modelo de banca universal y todos los países miembros tendrán necesariamente que ir acomodándose a este patrón.

Este proceso de transformación de los mercados

financieros, tanto interiores como exteriores, obliga a las entidades bancarias a realizar una profunda reflexión sobre la estrategia a seguir en un contexto globalizado.

### 3. EFECTOS SOBRE EL SISTEMA DE CAJAS DE AHORROS

Para las Cajas de Ahorros los últimos lustros han significado cambios muy profundos en relación con su actividad tradicional y no es demasiado arriesgado suponer que el proceso, lejos de suavizarse, se acelerará. Por eso no sorprende que en las reuniones periódicas que Asociaciones o grupos de Cajas vienen manteniendo, se dedique una parte importante del tiempo a trabajos o comunicaciones sobre previsiones de los mercados financieros en los próximos años y las estrategias más adecuadas a seguir para adaptarse a la nueva situación.

El XV Congreso nacional de las Cajas de Ahorros italianas, celebrado en Florencia a finales del pasado año, ha servido de reflexión para estudiar las líneas de adaptación de estas entidades a un escenario cambiante y más competitivo. Entre las comunicaciones presentadas destaca la dedicada al papel de los bancos centrales en los sistemas nacionales de Cajas. La desaparición en 1988 del "Faellesbanken" como banco central de las Cajas danesas y la necesidad de adaptación a los nuevos tiempos de los existentes, requiere responder a cuestiones que trascienden al propio tema y que exigen un replanteamiento de la organización del sector y de las funciones a acometer por las entidades que lo conforman. Es de destacar que se trata de una comunicación institucional firmada por Paolo Gnes<sup>1</sup>, Director General del Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorros italianas (ICCRI) y que, por tanto, viene avalada por un profundo conocimiento de la problemática real en la que se inscribe la operatoria del Instituto dentro del sistema.

Para Gnes, la posibilidad de operar en un contexto geográfico y funcional más amplio exige valorar los puntos fuertes y débiles del sector de Cajas. El punto fuerte tradicional es su estrecha inserción en el tejido económico-social de la zona. Los puntos débiles -salvo para las Cajas con dimensiones similares a las de grandes bancos- se derivan de la imposibilidad de atender una demanda que requiere una estructura

---

<sup>1</sup> Publicada bajo el título: "Il ruolo dell'Istituto di Crédito delle Casse di Risparmio italiane in un sistema bancario che cambia". Il Risparmio. Anno XXXVII, n° 6. Novembre-dicembre 1989. Milán, pp. 1089-102.

organizativa compleja.

El aumento de la competencia y la mayor cultura financiera de la clientela tradicional darán lugar a una exigencia de servicios modernos y sofisticados, a la aparición de nuevas formas de captación de recursos, desarrolladas por entidades especializadas en la emisión de títulos y en la colocación de productos al por menor, y al desarrollo de fórmulas de inversión más dinámicas y agresivas por parte de instituciones financieras y bancos de negocios, concededores del mercado, a través de las redes de los grandes bancos.

### 3.1. El objetivo de la dimensión: concentración versus grupo plurifuncional

El logro de una dimensión adecuada es un reto para las Cajas y en este sentido los procesos de fusión podrían transformarlas en bancos de nivel regional. Las ventajas derivadas de una dimensión mayor quedan limitadas por:

1. Las múltiples tensiones del proceso de fusión.
2. Superadas éstas, la nueva entidad será todavía pequeña en relación con los grandes bancos.

Debe tenerse presente que un aumento en la dimensión no es condición necesaria para mejorar la eficiencia ni suficiente para la prestación de servicios que exigen niveles muy superiores a los de los bancos regionales.

¿Qué alternativas posibles pueden seguir las Cajas para resolver el problema? En la misma línea de otros autores, Gnes propone dos:

- a) Que obtengan una dimensión similar a la de los grandes bancos mediante un proceso de concentración.
- b) Que se integren en un grupo de ámbito nacional con especialización de funciones; las Cajas se dedicarían a la distribución de servicios bancarios, "produciendo" directamente aquellos compatibles con su dimensión, en tanto que los más complejos serían facilitados por una

organización del grupo.<sup>2</sup>

La alternativa a) supondría la pérdida del punto fuerte de las Cajas locales y la asunción de los costes de las fusiones.

Por el contrario, la b) no soportaría estos inconvenientes e introduciría una gran flexibilidad al permitir a las Cajas adecuar su dimensión y, por tanto, el proceso de concentración a estrictos criterios económicos realistas compatibles con la conservación de las características específicas del sistema.

### 3.2. El papel de los bancos centrales en un grupo plurifuncional

En el modelo de grupo plurifuncional se inspiran algunos países europeos. Los procesos de fusión de Cajas en Alemania, Austria, Suecia y Finlandia se acompañan con la integración de servicios y de otras actividades en instituciones centrales que concentran las operaciones internas y externas, cuya operativa desborda a las entidades locales, y la propiedad de las sociedades que realizan tareas extrabancarias. Estas instituciones centrales se sitúan, en cuanto a dimensión, entre las primeras del sector e incluso del país. Wesdeutsche Landesbank es el cuarto banco alemán, Girozentrale und Bank der Oesterreichischen Sparkassen AG es el segundo en Austria y Svebank y Skopbank se hallan entre los primeros de sus respectivos países, Suecia y Finlandia, respectivamente.

Esta misma línea es seguida por Francia donde Caisse des Dépôts y Cencep están tratando de constituir un centro plurifuncional del sistema de Cajas.

También otras organizaciones ofrecen ejemplos en este sentido: Crédit Agricole en Francia y Rabobank en Holanda representan en la actualidad a grupos plurifuncionales de 3 niveles. En la base se encuentran los bancos locales propietarios de la institución central que, a su vez, es la matriz de un grupo de sociedades dedicadas a la realización de actividades y prestación de servicios financieros.

Merece la pena destacar un párrafo de la comunicación que señala "una evidente correlación entre el desarrollo de la institución central en el ámbito de una estrategia funcional y la contención del proceso de

---

<sup>2</sup> En una línea similar a la defendida por el Prof. Revell en su informe El futuro de las Cajas de Ahorros. Estudio de España y el resto de Europa. Fundación Fies. Madrid 1989.

fusiones dentro de límites compatibles con la conservación del pluralismo y del localismo típicos del sector. Por el contrario, allí donde las principales Cajas pretenden impugnar la función del instituto central, desempeñándola ellas mismas de manera más o menos acordada, aquél cesa de existir y deja paso a una política de competencia y de absorción por parte de las entidades principales del sistema". Así ha sucedido en Noruega donde el banco central se ha fusionado con la Caja de Ahorros de Oslo, creando una nueva entidad: "Sparebanken ABC" o "ABC Bank" que es el cuarto banco noruego, y en Dinamarca con la ya mencionada venta del "Faellesbanken" a un grupo asegurador.

#### 4. LA EXPERIENCIA ITALIANA

##### 4.1. Las funciones del Instituto de Crédito de las CC.AA. italianas (ICCRI)

A partir de las Cajas locales -en esta denominación se incluyen todas, algunas de una dimensión tan enorme como la CARIPLO-, el sistema italiano cuenta con dos organismos de nivel nacional, la Asociación de Cajas de Ahorros italianas (ACRI) y el Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorros italianas, ambos nacidos en la década de 1910.

El ICCRI, creado directamente por las Cajas, que siguen siendo sus accionistas, ha venido desempeñando una serie de funciones que pueden clasificarse en cuatro grupos:

1. Gestión del mecanismo de pagos de las Cajas.

El Instituto es el emisor único de los cheques circulantes de las Cajas y el gestor del servicio que goza de una amplia aceptación y difusión entre el público, según se desprende de los más de 36 millones de títulos emitidos en los once primeros meses de 1989.

2. Gestión y regulación de operaciones interbancarias.

Servicio con un fuerte crecimiento gracias a su integración con el STACRI (sistema de transmisión automática entre las CC.AA. italianas), que alcanza actualmente una media cercana a las 120.000 órdenes diarias.

3. Inversión de los depósitos que las CC.AA.

le confían.

4. Gestión de las reservas líquidas de las Cajas que hace del ICCRI uno de los principales operadores del mercado monetario y del primario y secundario de títulos públicos.

A lo largo de la última década el Instituto comenzó a sufrir una disminución de su actividad por efecto del aumento de la competencia dentro del sistema de CC.AA. El abandono del mecanismo de pagos por parte de las tres mayores Cajas ha establecido un precedente que, de ser seguido por otras, conducirá necesariamente a un ajuste en la dimensión del servicio o a su desaparición. La gradual reducción de los depósitos de las Cajas a medida que aumentan sus posibilidades inversoras es otra muestra del vaciamiento de las funciones del Instituto.

#### 4.2. Planes de reforma del ICCRI

La nueva problemática lleva a Paolo Gnes a afirmar que: "por mucho que pudiera discutirse hasta que punto esta situación depende del insuficiente dinamismo del Instituto o de las elecciones estratégicas planificadas por las entidades, era necesario relanzar la actividad del ICCRI mediante una renovada capacidad de propuesta e iniciativa".

A lo largo de 1988 se ha venido elaborando un amplio plan de actualización y desarrollo de la actividad del Instituto, hoy ya en ejecución, que pretende convertirlo en una entidad con operatividad de banca universal.

Dentro de la actividad tradicional destacan dos proyectos: el primero pretende desarrollar un sistema integrado de pagos de todas las oficinas de las Cajas, como si se tratara de una única red financiera, para hacer transferencia de fondos, realizar pagos y para la distribución de productos financieros de la manera más rápida y eficiente. A partir del sistema CASSATEL y mediante la utilización de la red STACRI se prevé que sea operativo en este año, con los servicios TELEINCASSI y TELEBONIFICI.

Dentro de esta misma función de fortalecer el mecanismo de pagos se ha iniciado la revisión de la estrategia del cheque circulante concediendo mayores márgenes y facilidades a las Cajas.

El segundo proyecto se propone posibilitar el acceso a la intermediación financiera mediante el Servicio Telemático de Bolsa (BORSATEL), que permitirá a los

usuarios recibir las cotizaciones, así como ejecutar y contabilizar las operaciones de compra y venta de títulos del Estado y de obligaciones nacionales y extranjeras a través del ICCRI, en calidad de creador de mercado ("market-maker"). Como todo el proceso se desarrolla en tiempo real, la Caja o sus clientes podrán cerrar la operación en pocos minutos.

Otras iniciativas pretenden aprovechar las posibilidades de la red STACRI, integrándola con otras bancarias ya existentes y la potenciación del grupo plurifuncional en áreas de banca industrial, intermediación bursátil -creando una sociedad de inversión mobiliaria-, y de seguros.

#### 4.3. Compatibilización de intereses entre el Instituto y las Cajas de Ahorros

Con los nuevos programas el Instituto trata de adecuar su actividad a las nuevas exigencias del sector, aunque a nivel individual sean muy diferentes. Frente a una demanda generalizada para los servicios básicos -redes, pagos y tesorería-, parte del sistema no está interesado en la creación de un grupo plurifuncional, teniendo incluso proyectos y servicios propios claramente competitivos. Compatibilizar estos intereses contrapuestos con la salvaguarda de la unidad del sector es una de las cuestiones que preocupa al sistema de Cajas.

Para algunos la solución consiste en reducir la actividad del Instituto exclusivamente a la atención de los intereses generales. Otros proponen la búsqueda de una mayor homogeneidad mediante la revisión del concepto de grupo de las CC.AA.

La primera alternativa no permitiría la supervivencia del Instituto y privaría a un grupo numeroso de Cajas del apoyo de una entidad especializada en una amplia gama de actividades. La segunda, al reducir el área de prestación de servicios de la red, debilitaría uno de los puntos de fuerza del sector, además de al propio ICCRI.

Una solución ecléctica que concilie ambas posturas consistiría en afrontar el problema de forma diferente, estructurando el grupo plurifuncional en módulos: el Instituto seguiría gestionando las actividades de uso general: redes, pagos y tesorería, mientras los servicios financieros y parabancarios previstos en el plan de reforma del ICCRI serían prestados por una sociedad, integrada en el Instituto, pero participada mayoritariamente por las Cajas usuarias.

Esta fórmula se basa en la complementariedad funcional del ICCRI y de las CC.AA. quienes, sin renunciar a su propia individualidad, admiten la conveniencia de no gestionar por sí solas todos los demás servicios. La adhesión obtenida recientemente al proyecto de constitución de una compañía de seguros de vida es una muestra de la aceptación del modelo de grupo plurifuncional gestionado por el ICCRI pero controlado por las Cajas usuarias de los servicios.

## **Reconsiderando la UEM**

**Juan Pérez-Campanero  
(FEDEA)**

"So much barbarism, however, still remains in the transactions of the most civilized countries, that almost all independent countries choose to assert their nationality by having, to their own inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their own"

John Stuart Mill, Principles of Political Economy, 1852

Recientemente se ha reabierto la discusión política sobre el concepto y modo de alcanzar la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa, asuntos sobre los que hasta hace unas semanas parecía existir una amplia base de acuerdo entre los gobiernos y bancos centrales de los países comunitarios. En estas páginas se ofrece una descripción del estado actual de la cuestión, y se presentan las posiciones y propuestas de los distintos países. En el último apartado se realiza una evaluación de las distintos temas planteados por la UEM, y se dan algunas razones de por qué el mundo no se ha movido en la dirección prevista por J. S. Mill hace casi siglo y medio.

### **1- Primer acto: el plan Delors y la cumbre de Madrid**

Como parte del renovado impulso político hacia la integración europea que se experimentó en Europa en la segunda mitad de los años 80, el Consejo Europeo encomendó en junio de 1988 a un comité encabezado por el presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, la elaboración de un informe que estudiase la unión económica y monetaria europea y propusiese

las fases concretas de su realización. El Comité Delors (compuesto por los gobernadores de los bancos centrales de los países comunitarios, el presidente y vicepresidente de la Comisión, y un grupo de expertos independientes) presentó su "Informe sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea" en abril de 1989<sup>1</sup>. El proyecto contenido en el informe fue rechazado por el gobierno británico (que discrepaba de los objetivos finales y se oponía a cualquier enmienda de los tratados comunitarios), pero aceptado por los demás países.

El **Informe Delors** ha sentado la agenda de discusión sobre la Unión Económica y Monetaria (UEM), por lo que vale la pena recordar sus puntos principales.

En el mismo se diseñan 3 etapas hasta la UEM. Es importante precisar que no se especifica un calendario concreto para el paso de una etapa a otra:

- **Etapa 1:** Esta etapa se caracteriza por la ausencia de cambios institucionales, reforzándose simplemente las instituciones ya existentes. Durante esta etapa los objetivos son:

(a) Todas las monedas de la CEE entrarían a formar parte del mecanismo de cambios del SME

(b) Mayor coordinación de las políticas económicas y monetarias.

Ello implicaría, dentro del marco institucional existente, la ampliación de las funciones del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la CEE, que podrá emitir opiniones sobre la orientación de la política monetaria y de tipo de cambio, y la creación de 3 Subcomités (de política monetaria, de política de cambios y consultivo) y un personal de investigación permanente; y la mayor coordinación de las políticas económicas y presupuestarias en el marco del ECOFIN (Consejo

---

<sup>1</sup>El texto del informe ha sido publicado en diversos lugares, por ejemplo en la Revista del Instituto de Estudios Económicos nº2, 1989, pp. 175-218.

de Ministros de Economía y Finanzas de la CEE), en base a un sistema de indicadores cuantitativos.

(c) Logro de un espacio financiero integrado en la CEE, con libertad de movimientos de capital, de establecimiento y de prestación de servicios financieros; y completar la construcción del mercado único de bienes y servicios.

(d) Preparación y aprobación de un cambio del Tratado de Roma, constitutivo de la CEE, para incluir las nuevas instituciones y funciones de la UEM.

● **Etapa 2:** Entrada en vigor de los cambios al Tratado de Roma y establecimiento de las nuevas instituciones de la UEM. Se adoptarían las siguientes medidas:

(a) Se estrecharían las bandas de fluctuación en el SME (en tanto en cuanto las circunstancias lo permitieran); y se limitarían los reajustes a casos excepcionales.

(b) Establecimiento de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), con el carácter de institución comunitaria autónoma que absorbería los acuerdos monetarios preexistentes: FECOM, Comité de Gobernadores, los Subcomités creados en la etapa I, etc.. El SEBC tendría tres componentes:

- los 12 bancos centrales nacionales de los Estados miembros
- un Consejo del SEBC, compuesto por los gobernadores de los 12 bancos centrales nacionales, el Comité Ejecutivo del SEBC y (sin voto) por el presidente del Consejo Europeo y el presidente de la Comisión. Este
- un Directorio, cuyos miembros son elegidos por el Consejo Europeo. El Directorio del SEBC contaría con personal permanente a su servicio.

El SEBC presentaría un informe anual al Parlamento Europeo y al Consejo Europeo, y su gobernador sería invitado a informar a los mismos periódicamente; se contempla también la posibilidad de un consejo o comité de auditores supervisores también políticamente independientes.

El SEBC tendría como objetivo la estabilidad de los precios, y sería responsable de la formulación y aplicación de la política monetaria, y de la gestión del tipo de cambio y de las reservas exteriores, y participaría en la coordinación de las actividades de supervisión bancaria de las autoridades nacionales.

En esta etapa 2, la tarea del SEBC es la de sentar las bases de la transición entre etapa 1 (donde el Comité de Gobernadores coordina las políticas monetarias nacionales independientes) y la etapa 3 (donde el SEBC formularía y ejecutaría la política monetaria común, y estas funciones estatutarias serían desempeñadas por su Consejo y su Directorio). Así, las orientaciones monetarias generales serían determinadas para la Comunidad en su conjunto, pero la responsabilidad última recae sobre las autoridades nacionales, entendiendo que las políticas monetarias nacionales serán aplicadas de acuerdo con estas directrices globales.

En esta etapa 2, asimismo, se pondrían en común un cierto porcentaje de las reservas exteriores, que servirían para intervenir en los mercados de cambio.

- (c) Reforzamiento de la coordinación de las políticas macroeconómicas, con el establecimiento de procedimientos de seguimiento y de reglas precisas (aún no vinculantes) sobre los déficits fiscales y su financiación.
- (d) Ejecución de políticas estructurales y regionales

- **ETAPA 3:** Fijación irrevocable de los tipos de cambio, asunción plena de funciones de las nuevas instituciones comunitarias, y transición hacia una moneda única. Los objetivos de esta etapa son:
  - (a) Paridades fijas, y eventual reemplazamiento de las monedas nacionales por una moneda única.
  - (b) Plena asunción de funciones del SEBC, con la formulación y ejecución de la política monetaria única, responsabilidad sobre decisiones de intervención en los mercados de cambio frente a terceras monedas, administración de las reservas exteriores ya puestas en común, y preparación de la transición hacia una moneda única
  - (c) Carácter vinculante de las decisiones de los órganos comunitarios en el ámbito macroeconómico y presupuestario
  - (d) Reforzamiento de las políticas estructurales y regionales
  - (e) La Comunidad asume la representación de los Estados miembros en negociaciones económicas internacionales

En la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de Madrid en junio de 1989 se acordó adoptar el Informe Delors como base de trabajo (y de ahí su importancia en todas las discusiones sobre la UEM), comenzar la etapa 1 del plan Delors en julio de 1990, y convocar -en un futuro indeterminado- una conferencia intergubernamental para considerar los cambios al Tratado de Roma. Esto significaba que el inicial absoluto rechazo británico había sido cambiado por una disposición a participar en el proceso desde dentro, aceptando la convocatoria de la conferencia intergubernamental y la etapa 1 del plan Delors. Las tesis de los entonces ministro de exteriores Howe y Chancellor of the Exchequer Lawson prevalecieron sobre la posición de la primera ministro Thatcher.

## **2- Segundo acto: las contrapropuestas británicas**

Los meses siguientes estuvieron marcados por la reticencia británica y por la aparente unanimidad del resto de países comunitarios acerca de una rápida marcha hacia la UEM.

Con la reunificación alemana y los desarrollos en el Este de Europa como telón de fondo, la tónica política (con la iniciativa de Francia y la Comisión Europea, y el apoyo de Kohl y Genscher en Alemania) ha venido siendo hasta hace poco la rápida marcha hacia la UEM. La idea subyacente era que la unificación alemana y la apertura del Este europeo exigen una aceleración del proceso de integración europea. Así, en la cumbre europea de Estrasburgo de diciembre de 1989 se fijó ya una fecha concreta para la conferencia intergubernamental sobre la UEM: diciembre de 1990. En abril de 1990 Mitterrand y Kohl firmaron una declaración conjunta pidiendo la entrada en vigor de la UEM y de una "unión política" europea en enero de 1993, y en la cumbre europea de abril en Dublin se lanzó la idea de una segunda conferencia intergubernamental sobre reforma política. En la cumbre de Dublin de junio se acordó celebrar esta segunda conferencia sobre la unión política europea en diciembre de 1990.

Mientras esto ocurría en la instancia política, en el nivel de los bancos centrales se ha avanzado muy rápidamente en el diseño de la futura UEM. El Comité de Gobernadores de Bancos Centrales ha venido reforzando su posición institucional e intensificando la coordinación monetaria entre los bancos centrales de los países miembros, y cuenta ya con un Secretariado permanente en Basilea. Los estatutos del futuro SEBC están asimismo prácticamente terminados.

¿Cuál ha sido la respuesta de Gran Bretaña al informe Delors y al subsiguiente entusiasmo europeísta de los 11? La primera respuesta articulada

vino en forma de una propuesta alternativa elaborada por el Tesoro británico y presentada en noviembre de 1989.

Este **Informe del Tesoro Británico**<sup>2</sup> se opone a la idea contenida en el Informe Delors de una moneda única para Europa administrada por un banco central europeo (o "EuroFed" como se le ha denominado). Se argumenta que la ventaja del mecanismo de tipos de cambio del SME actual es que incorpora un sesgo anti-inflacionista, puesto que los países tienen un incentivo a competir para conseguir las tasas de inflación más bajas y evitar así la necesidad de recurrir a devaluaciones reiteradas. El paso a una moneda única y un único banco central eliminaría este elemento de competencia, y dejaría la responsabilidad del mantenimiento de la estabilidad de precios al EuroFed. Se enfatiza la dificultad de crear un EuroFed independiente y con un firme compromiso anti-inflacionista (como sería el actual Bundesbank). Como solución, se ofrece un enfoque "evolutivo", que haga progresivamente más fácil el uso en cada país de las otras monedas comunitarias. De esta forma, la integración monetaria se basaría en una "competencia entre monedas", de forma que las fuerzas del mercado y la competencia conducirían a una preferencia del público por la moneda menos inflacionaria para instrumentar transacciones y como denominación de activos. La propuesta cubre algunas de las preocupaciones británicas más hondamente sentidas:

- se evita la creación de una nueva institución comunitaria con poderes decisorios y traspaso de soberanía nacional
- la política monetaria de cada país es decidida por un banco central nacional, responsable políticamente frente a un gobierno nacional democráticamente elegido
- se refuerza la influencia de los mercados y la competencia.

---

<sup>2</sup>Treasury, H.M., An Evolutionary Approach to Economic and Monetary Union, Londres, H.M. Treasury, Noviembre de 1989.

Esta propuesta no tuvo el menor éxito en el ámbito europeo. La Comisión y los restantes gobiernos europeos la consideraron una mera maniobra dilatoria, destinada únicamente a retrasar la preparación de la conferencia intergubernamental sobre la UEM. Fue también friamente recibida en los medios financieros y académicos. Se creó el estado de opinión de que quizá habría que continuar la marcha hacia la UEM según el esquema del Plan Delors pero sin Gran Bretaña.

Dada la aparente unanimidad del resto de los países respecto al paso a las etapas 2 y 3 del Plan Delors y el escaso eco recibido por la idea de "monedas en competencia", Gran Bretaña tenía tres estrategias posibles de cara a la preparación de la conferencia intergubernamental sobre la UEM:

- (1) Vetar la revisión del Tratado de Roma, lo que podría llevar a los otros miembros a firmar un nuevo tratado con exclusión de Gran Bretaña.
- (2) Tratar de dilatar indefinidamente el paso a la etapa 2, lo que no resolvería el problema de cuál es el contenido concreto de esta etapa.
- (3) Luchar por conseguir la adopción de un plan coherente con los objetivos británicos, presentando una alternativa a la etapa 2.

Esta última fue la opción adoptada, en parte debido al temor a que Gran Bretaña se quedara descolgada de un futuro orden monetario europeo, arriesgándose a una pérdida de importancia de Londres como plaza financiera. El resultado de esta decisión fue la propuesta Major, presentada por primera vez el 20 de junio de 1990 en un discurso ante el German Industry Forum en Londres<sup>3</sup>. Esta propuesta se hace eco en buena medida de un informe más detallado elaborado por el British Invisible Exports Council<sup>4</sup>. Los dos elementos originales de esta propuesta son la creación de una nueva

---

<sup>3</sup>"EMU beyond stage 1: The UK approach", speech by the chancellor of the Exchequer, Mr. John Major.

<sup>4</sup>The Next Stage in an Evolutionary Approach to Monetary Union, Londres, British Invisible Exports Council, 28 de marzo de 1990.

institución europea, el Fondo Monetario Europeo, y la emisión de un "ECU fuerte" como moneda paralela.

- El Fondo Monetario Europeo sería una nueva institución monetaria europea, sin el carácter de banco central. Sus funciones serían:

- emitir "ECU fuertes" contra depósitos de monedas comunitarias
- administrar el "ECU fuerte", asegurando que se mantiene en los límites marcados por el mecanismo de cambios del SME, y que cuando se produzca un realineamiento no se devalúa frente a ninguna de las monedas componentes
- fijar tipos de interés sobre el "ECU fuerte". Eventualmente, y con el desarrollo privado del "ECU fuerte", mantenimiento de mercados de regulación monetaria del "ECU fuerte" análogos a los mercados habituales de intervención de los bancos centrales
- gestión del mecanismo de cambios del SME y de los mecanismos de financiación del mismo (incluyendo las funciones actuales en este área del FECOM y el Comité de Gobernadores)
- financiación de desequilibrios a medio plazo de balanza de pagos
- coordinación de la intervención en los mercados de divisas contra terceras monedas (el yen y el dólar USA, en particular).

- El ECU fuerte sería una nueva moneda autónoma, y no meramente una cesta de monedas como ahora, con las siguientes características:

- Nunca se devaluaría frente a las monedas comunitarias
- No estaría sujeta a una de las críticas que se le hacen a un ECU paralelo en el párrafo 47 del Informe Delors, su carácter inflacionista por ser una fuente suplementaria de creación

monetaria. La salvaguarda para evitarlo sería la obligación impuesta a los bancos centrales de los países miembros de recomprar sus propias monedas del Fondo Monetario Europeo a cambio de otras divisas fuertes.

- Con el tiempo se extendería el uso del ECU fuerte, y llegaría a ser una moneda común para Europa plenamente aceptada. A largo plazo, y como fruto de la decisión del público, esta moneda común podría (sin que existiera una obligación pre-impuesta) convertirse en la moneda única de Europa.

Este esquema evita el concepto que está en el centro de las preocupaciones británicas: un banco central europeo, que no es responsable frente a gobiernos nacionales democráticamente elegidos, sino frente a instituciones comunitarias, implicando en el mejor de los casos un trasvase de soberanía hacia nuevas instituciones democráticas federales, y en el peor de los casos el traspaso de poder hacia una administración central europea no elegida.

La propuesta Major tuvo mucho mejor acogida que el informe del Tesoro. Incluso en los medios más hostiles a las posiciones británicas (la Comisión Europea, Francia, Bélgica e Italia) se dijo que por primera vez Gran Bretaña hacía una aportación constructiva -y no destructiva- a la discusión sobre la UEM. Sin embargo, parecía que las propuestas del ECU fuerte y el Fondo Monetario Europeo no iban a encontrar más que escepticismo en los medios políticos y económicos europeos.

### **3.-Tercer acto: reconsiderando la UEM**

En las últimas semanas, una serie de factores han hecho alterarse rápidamente las posiciones previas y conducido a una etapa de replanteamiento:

(i) La crisis del Golfo Pérsico, que ha cambiado por completo el entorno económico preexistente. Algunos países -como España- se van a ver más afectados que otros, haciendo que el ajuste deflacionario hacia el estandar alemán sea más costoso. Por otro lado, en tiempos de ajuste hay menos holgura para implementar transferencias de renta compensatorias, como las que representan los fondos estructurales comunitarios.

(ii) Se ha completado ya prácticamente el proceso de la unificación alemana, lo que ha alterado en varios sentidos la posición germana. Por un lado, a medida que se hacen más visibles los costes económicos y políticos del proceso, ha aumentado la sensibilidad alemana a las posibles desventajas de una marcha acelerada hacia la UEM, y se han reforzado políticamente las posiciones de los reticentes (como el ministro de hacienda Waigel y el presidente del Bundesbank Pöhl) frente a las de los entusiastas (como el ministro de exteriores Genscher). Por otra parte, aprobadas ya las ayudas económicas que han comprado para Alemania el 'nihil obstat' ruso a la absorción de la RDA, y obtenida la bendición internacional a la unificación alemana, al canciller Kohl le es menos necesario el apoyo político de Mitterrand.

(iii) Ante la inminencia de la conferencia intergubernamental sobre la UEM los gobiernos han empezado a dar prioridad a los intereses nacionales respectivos.

(iv) Los países más pobres habían esperado (o sido inducidos a creer) que el progreso hacia la UEM se vería acompañado por un aumento importante de las transferencias a través de los fondos estructurales comunitarios, de forma que los costes del ajuste se vieran dulcificados (una vez descartadas las devaluaciones para recuperar competitividad). La negativa de los países ricos y de la Comisión a vincular la UEM con un incremento sustancial de los fondos estructurales ha reavivado los temores en Portugal, Grecia e Irlanda y, en buena medida, España.

Todas estas contradicciones saltaron a la luz en la reunión informal del ECOFIN en Roma el pasado 8 de septiembre, con cambios de posición importantes en España (recogidos en la propuesta Solchaga), Alemania y Holanda, y se han confirmado en días posteriores en comunicados del Bundesbank y declaraciones de portavoces del gobierno alemán. Puede decirse que ahora mismo reina la confusión y el desacuerdo en torno a las cuestiones más fundamentales relativas a la UEM: ¿cuándo pasar a la etapa 2?, y, ¿en qué consiste la etapa 2?

Repasemos cuál es el estado actual de las posiciones de los distintos países comunitarios.

- **La Comisión Europea, Francia, Italia, Bélgica y Dinamarca** apoyan el esquema del plan Delors, y opinan que sólo la fijación de una fecha concreta para lanzar la siguiente fase de la UEM creará los incentivos para conseguir la convergencia económica necesaria. El paso a la etapa 2 debería realizarse el 1 de enero de 1993, aunque no hay un calendario prefijado; y la transición hacia la etapa 3 debería ser rápida.

- **Gran Bretaña** propone el plan Major, expuesto en el epígrafe anterior, entendido como alternativa al plan Delors, y con una etapa 2 de duración indefinida. No existiría una etapa 3 tal como aparece en el informe Delors.

- **España** ha adelantado la **propuesta Solchaga**. El ministro español anticipó su contenido en unas declaraciones al Financial Times el 6 de septiembre que fueron publicadas al día siguiente, y el proyecto fue presentado al ECOFIN el día 8. ¿Cuáles son los elementos distintivos de esta propuesta?

- la etapa 2 debería comenzar el 1 de enero de 1994

- todos los países comunitarios deberían pasar a la etapa 3 del plan Delors, y la etapa 2 debería durar un tiempo suficiente, quizá 5 o 6 años
- en la etapa 2 se crearía un Fondo Monetario Europeo que emitiría ECU fuertes, como en la propuesta británica
- a diferencia de la propuesta británica, el Fondo Monetario Europeo se convertiría en la etapa 3 en el banco central europeo
- también a diferencia de la propuesta británica, el ECU fuerte sería la moneda única europea de la etapa 3.

El cambio de posición de España (que antes se alineaba con el primer bloque de países) fue una sorpresa, irritando profundamente al bloque en favor de un marcha rápida hacia la UEM (y, especialmente, a Delors), y deleitando a los británicos<sup>5</sup>.

● **Alemania** ha adoptado una posición de exigencia de condiciones estrictas de convergencia económica y de armonización de las políticas fiscales y monetarias antes de continuar el proceso hacia la UEM. El pasado 19 de septiembre el Bundesbank presentaba en una conferencia de prensa su postura oficial sobre la UEM<sup>6</sup>, y, tanto el ministro Waigel como un portavoz de la oficina del canciller Kohl declaraban al día siguiente su apoyo a las posiciones del Bundesbank. Esto supone un reposicionamiento de Kohl y una derrota para Genscher.

El informe del Bundesbank señala que las divergencias comunitarias en materia de costes y precios, déficits presupuestarios y desequilibrios externos se agudizan, y que los desajustes son especialmente pronunciados en Gran Bretaña, Portugal, Grecia, España e Italia, y afirma (en un tono ligeramente arrogante) que esto refleja "las considerables diferencias en las estructuras

<sup>5</sup>Major había viajado el 4 y 5 de septiembre a Lisboa y Madrid para promover el plan británico.

<sup>6</sup>El texto del informe fue publicado por el diario 5 Días el 25 de septiembre.

insitucionales, los fundamentos económicos y las actitudes de empresarios y trabajadores" en estos países. Por todo ello, se considera perjudicial para la estabilidad monetaria alemana el traspaso del poder de instrumentación de la política monetaria a instituciones comunitarias.

El Bundesbank sugiere un largo período transitorio hasta que se hayan cumplido una serie de condiciones de convergencia:

- eliminación de la inflación y supresión de diferencias de precios
- reducción de los déficits presupuestarios a un nivel tolerable a largo plazo
- armonización de los tipos de interés
- participación en el mecanismo de cambios del SME durante un periodo suficientemente largo, y desmantelamiento de todas las restricciones a los movimientos de capital
- armonización de los estatutos de los bancos centrales nacionales, en el sentido de prioridad del objetivo de estabilidad monetaria e independencia (según el modelo del propio Bundesbank), y armonización de los instrumentos de política monetaria
- arreglos contractuales a nivel comunitario que garanticen la disciplina presupuestaria de los Estados miembros

El cumplimiento de estas condiciones se considera indispensable: la transición a una nueva etapa dependería de ello, y no de calendarios específicos. El estatuto del SEBC y las reglas de disciplina presupuestaria deberían ser incorporadas al Tratado comunitario. Se acepta también el reforzamiento del ECU de forma que no se devalúe frente a ninguna moneda comunitaria, pero se rechaza la idea del "ECU fuerte" como moneda paralela y la creación de una nueva institución como el Fondo Monetario Europeo propuesto por británicos y españoles.

● **Holanda** ha presentado una propuesta de compromiso. La propuesta de Wim Koch, ministro de hacienda holandés, implica establecer una fecha concreta para el paso a la siguiente fase de la UEM, pero sujeta al cumplimiento previo de cierto grado de convergencia.

● **Portugal, Grecia e Irlanda** a la vista de que ya no cabe esperar compensaciones de renta vía fondos estructurales, mantienen reservas y están reconsiderando su capacidad de jugar un papel de minoría obstructiva.

#### **4.- La Unión Monetaria Europea: una evaluación**

La experiencia de la participación en el mecanismo de cambios del SME presenta un balance favorable. Ha permitido a Alemania mantener su política de estabilidad monetaria al mismo tiempo que dotaba al marco de una mayor estabilidad frente al dólar, y ha suministrado al resto de países (debido al vínculo con el marco), sujetos de otro modo a fuertes presiones sociales internas para mantener políticas expansivas o acomodaticias, la credibilidad necesaria en las políticas restrictivas anti-inflacionistas.

Si el SME funciona bien, ¿por qué cambiar a una unión monetaria? Las razones que han estado detrás del impulso hacia la UEM han sido tanto de tipo político como económico.

**Las razones políticas** han sido quizá las más determinantes:

- El resentimiento de otros países, especialmente Francia e Italia, por verse forzados a la disyuntiva de o seguir la política económica alemana o devaluar. La UEM permitiría compartir el poder de decisión con Alemania.
- El entusiasmo generalizado aparecido en la segunda mitad de los años 80 por la idea de integración europea.

- El deseo (especialmente por parte de Francia) de acelerar la integración de Alemania en estructuras supranacionales europeas, ante el temor de su posible reemergencia como potencia estratégica con intereses propios y divergentes de los de Francia.

También hay, sin embargo, importantes **razones económicas** para reforzar la estabilidad cambiaria:

- La unión monetaria reduce los costes de transacción derivados de la conversión de divisas.
- Las fluctuaciones cambiarias tienen efectos inhibidores sobre las decisiones de comercio e inversión.
- Según sugiere la teoría tradicional sobre áreas monetarias óptimas, éstas son más deseables cuanto mayores sean la movilidad del trabajo dentro del área y la apertura de la economía. La construcción del mercado interior único europeo tenderá a aumentar estos dos factores.
- La liberalización de los movimientos de capital podría conducir a la existencia de importantes flujos de capital desestabilizadores en ausencia de una unión monetaria. La alternativa en este caso (tipos de cambio mucho más flexibles) queda descartada dada la decisión de caminar hacia una mayor integración económica y monetaria en Europa.

En relación con las propuestas discutidas (el plan Delors, el plan Major) y a la luz de cuáles son realmente los argumentos económicos en favor del reforzamiento de la estabilidad cambiaria hasta el paso a una moneda única en el ámbito europeo, cabe aclarar algunas confusiones y hacer algunas puntualizaciones.

Una unión monetaria (en cualquiera de sus versiones) no es una condición necesaria ni suficiente para la estabilidad de precios. Los argumentos en favor de tal clase de organización monetaria son de otro tipo.

Una moneda paralela no desempeña ninguna función económica: no es necesaria ni para la convergencia europea en la política anti-inflacionista, ni para la constitución de un área monetaria. Tiene, en todo caso, algunos inconvenientes: al convivir con otras divisas, aumentaría los costes de transacción. Su razón de ser es meramente política: evitar que la moneda europea sea el marco y las decisiones de política monetaria sean tomadas exclusivamente por alemanes.

¿Y qué decir de la idea de monedas en competencia? En presencia de riesgos de cambio, la utilización de monedas nacionales locales en las transacciones entre residentes de un país y de los residentes con su gobierno reduciría los costes de transacción, y por tanto limitaría el alcance de la sustitución de monedas. Si por el contrario, se permite que todas las monedas sean de curso legal a un tipo de cambio legal fijo, mientras que el tipo de cambio de mercado puede fluctuar, se impondría la ley de Gresham tan conocida por los economistas: la peor moneda (no la mejor) desplazaría a las demás. Además tenemos ya hoy la experiencia de un mercado libre con "monedas en competencia": el euromercado. No se observa en el euromercado que una moneda "buena" no inflacionista desplace a las monedas "malas" que pierden valor. ¿Por qué? Porque para eso están los diferenciales en los tipos de interés nominales, que recogen esas expectativas de depreciación.

Opiniones como la expresada recientemente por Delors<sup>7</sup>, de que la crisis del Golfo hace más necesaria que nunca la unión monetaria para evitar que las economías tomen sendas divergentes, antepone los objetivos políticos a los argumentos económicos. Lo que nos dice la teoría económica es que las áreas

---

<sup>7</sup>Financial Times, 13 de septiembre.

monetarias están más justificadas cuando los shocks que reciben las economías nacionales están positivamente correlacionados. Si el shock externo afecta de forma diferente a las economías, se requerirán distintas estrategias de ajuste, y por tanto será más útil conservar más instrumentos de política. ¿Qué sentido tendría, por ejemplo, una unión monetaria entre Arabia Saudí y Hungría?

Finalmente, hay un problema fundamental con el planteamiento actual predominante sobre la UEM y sobre el que no se ha llamado suficientemente la atención. Si se procede a la integración en un área monetaria única, se obliga a los países miembros a aceptar reglas vinculantes sobre política presupuestaria nacional, no existe un presupuesto central comunitario de forma que exista una política fiscal federal, y se limita el papel de los fondos estructurales como transferencias compensatorias, quedan eliminados todos los instrumentos disponibles para realizar los ajustes compensatorios necesarios ante los shocks externos y para suavizar los efectos sobre las regiones pobres de la política deflacionaria. Este es un tema de trascendental importancia para España.

Para agravar más el problema, la integración financiera europea fuerza a los países del sur de Europa a una reducción del señoríaje vía reducción de los coeficientes bancarios, a la que hay que añadir naturalmente la reducción de señoríaje que implica la disminución de la inflación. Esto pone una presión adicional sobre las posibilidades fiscales del país.

Por todo ello, parece prudente enfriar el entusiasmo inicial por la UEM, y pararse a reconsiderar todos los elementos del proceso en marcha.

DECLARACION DEL SR. SOLCHAGA SOBRE LA UEM

(ECOFIN, 8 de septiembre de 1990)

En aras de la brevedad, y teniendo en cuenta la petición del señor Presidente, voy a limitar mi intervención a la cuestión de los plazos, que me parece de suma importancia. Mis principales observaciones son las siguientes:

1. La Conferencia Intergubernamental debe establecer una fecha para el comienzo de la segunda fase.

Concretamente, yo propondría que la segunda fase se iniciará el 1 de enero de 1994, fecha que me parece preferible a la de enero de 1993 porque nos daría un año de experiencia del Mercado Unico pleno, y cierto margen de maniobra en el caso de que algunas de sus medidas se aprobaran con retraso.

Pra que dé comienzo la segunda fase será preciso que se cumplan una serie de condiciones. Deberán haber sido suprimidos todos los controles de cambios, todas las monedas deberán estar dentro de MC (aunque no necesariamente dentro de la banda estrecha del 2,25%), y deberá ser realidad el Mercado Unico (incluidas las medidas de armonización fiscal proyectadas). Además, para esa fecha, y por automática que sea la entrada en vigor de la segunda fase, se espera contar con un grado significativo de convergencia en lo tocante a inflación, políticas presupuestarias y tipos de interés nominales. A ello hay que añadir que para entonces se haya cerrado el acceso de las haciendas nacionales a los bancos centrales, que en esa fecha deberán ser totalmente independientes de los respectivos gobiernos.

2. Sin embargo, el establecimiento de una fecha para el inicio de la segunda etapa no será suficiente para prestar credibilidad y dar mayor impulso al proceso de convergencia necesario.

En este sentido, España sería partidaria de la creación, desde el comienzo de la segunda fase, de una institución comunitaria en el ámbito monetario, como la que se contempla en la propuesta británica; una institución que, aún respetando la soberanía de las políticas monetarias nacionales, tendría las siguientes características:

a) Sería independiente de los gobiernos nacionales y, al término de la segunda fase, se transformaría fácilmente en el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

b) Emitiría, como se dice en la propuesta británica, una nueva moneda genuina, el llamado "Ecu fuerte", no sujeta a devaluación frente a ninguna moneda nacional en ningún posible ajuste de los cambios. En la tercera fase, y tras un período de cambios bilaterales irrevocablemente fijos, el "Ecu fuerte" pasaría a ser la moneda única de la Comunidad.

c) A través del "Ecu fuerte", ejercería presión sobre las políticas monetarias nacionales, con vistas a favorecer la estabilidad de los precios.

d) Serviría como foro de coordinación de las políticas monetarias nacionales durante la segunda fase, y presentaría informes y propuestas de política económica ante el Ecofin.

e) Iniciaría el estudio de los complejos problemas que planteará la formulación y aplicación de una política monetaria común durante la tercera fase.

Además, durante la segunda fase el SME se reforzaría mediante un estrechamiento gradual de la banda de fluctuación actual del 2,25% a otra de, por ejemplo, un 1%, y reservando los reajustes de los tipos centrales para situaciones absolutamente excepcionales.

3. Hay razones de peso para que la segunda fase no sea excesivamente corta. La plena convergencia económica no se conseguirá de un día al siguiente; los procedimientos de vigilancia multilateral (incluida la adopción de disposiciones cada vez más vinculantes sobre los déficit presupuestarios del sector público) tardarán un tiempo en arrojar resultados, y hay hábitos económicos y psicológicos fuertemente arraigados (en lo que se refiere, por ejemplo, a las expectativas de inflación y las primas de riesgo implícitas en los tipos de interés nominales) que sólo cambiarán poco a poco. Además, la necesidad de avanzar paralelamente en los campos económico y monetario, que incluye la necesidad de que el presupuesto comunitario asuma un papel más relevante en materia de infraestructuras, educación, investigación y desarrollo, etcétera, aconseja una segunda fase no demasiado corta. A esto hay que añadir que hará falta cierto tiempo para desarrollar el nuevo plan de Apoyo Financiero Especial previsto en el último documento de la Comisión, que a mi juicio puede ser un precedente de estabilizadores económicos más ambiciosos que puedan estudiarse en el futuro.

4. Aunque el paso a la tercera fase no se produzca automáticamente con arreglo a un calendario prefijado, debería ser una certidumbre absoluta para los doce países. Pensamos que una segunda fase de cinco o seis años (que, si se estimara conveniente, po-

dría ser dividida en subperíodos para la consecución gradual de objetivos concretos) sería un plazo razonable, en principio, para que la gran mayoría de los países, y la Comunidad en cuanto tal, alcanzaran todos esos objetivos de la fase a los que me he referido. En consecuencia, transcurridos cinco o seis años de la segunda fase, el Consejo Europeo haría balance de los avances obtenidos y consideraría si la gran mayoría de los países, y la Comunidad en cuanto tal, estuvieran preparados para la tercera fase. Si así fuera, y se decidiera el paso de la Comunidad a la UEM, se podría establecer un procedimiento especial de transición para aquellos países que todavía no pudieran participar en la fase final de la UEM.

5. En cuanto a la tercera fase, a la cual hacían referencia algunas de las cuestiones planteadas por el ministro Carli, yo haría hincapié en que, al ser el Ecu futuro uno de los elementos clave de un sistema monetario internacional cada vez más tripolar, el Ecofin tendrá una gran responsabilidad a la hora de determinar la política cambiaria del Ecu frente al dólar y el yen.







## RESUMEN DE PRENSA

### LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

<u>INDICE</u>	<u>Págs.</u>
<i>EL REVUELO DEL "ECU FUERTE"</i>	2
<i>REPLANTEAMIENTO DE LA UEM</i>	5
<i>CONFUSION ALREDEDOR DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA</i>	7
<i>EL INFORME DEL BUNDESBANK SOBRE LA UEM</i>	9
<i>LA VISITA DE JOHN MAYOR A LISBOA Y MADRID</i>	12
<i>COMPAS DE ESPERA PARA LA UEM</i>	14
<i>ESPAÑA Y LA UEM, SEGUN "THE WALL STREET JOURNAL"</i>	17
<i>URSS: QUE VENZA EL MEJOR</i>	19
<i>LA REVOLUCION DESDE ARRIBA</i>	23
<i>STANISLAV SHATALIN, PROFESOR DE ECONOMIA PRIVADA</i>	25



---

### EL REVUELO DEL "ECU FUERTE"

(*"The Economist"*)

Antes de las vacaciones estivales, el proyecto de unión económica y monetaria parecía estar avanzando como un tren que se deslizara plácidamente, aunque con un vagón desenganchado. Todos los países miembros, excepto Gran Bretaña, se habían mostrado a favor del recorrido de tres fases propuesto por Delors. Quedaban preguntas por contestar, como éstas: ¿Debería tener el Consejo de Ministros de la CEE el poder colectivo de reducir el déficit presupuestario de este o aquel país?. ¿Cómo podría asegurarse la independencia del banco central?. ¿Qué volumen de ayuda debería ofrecerse a los países más pobres de la CEE, para facilitar su adaptación?.

Después de la reunión de los ministros de Hacienda en Roma los enganches del tren parecen descompuestos. Las dudas de Alemania crecen y España ha abandonado la línea Delors. Por otra parte, la solución alternativa sugerida por Gran Bretaña, que incluía la posible creación de una nueva moneda comunitaria conocida con el nombre de ecu fuerte, parece que no es ya tan disparatada.

La fase uno del plan Delors, que incluye la libertad de movimientos de capital y cierta coordinación de las políticas monetarias, empezó en Julio último. La Comisión Europea desea ahora fijar para Enero de 1993 la fecha de comienzo de la fase dos. En ésta, los reajustes de los tipos de cambio serían extremadamente raros. Se crearía un Eurofed con el fin de conseguir aún una mayor coordinación de las políticas fiscales. Con todo, las decisiones últimas en materia de política monetaria continuarían estando en manos de los bancos centrales nacionales.

La fase tres, en la que el Eurofed dirigiría la política monetaria de todo el mundo comunitario, con unos tipos de cambio permanentemente fijos, empezaría "poco después" de la fase dos, en el momento en que los jefes del gobierno estimaran oportuno. Con el fin de prevenir que las economías más pobres de la CEE se vieran abocadas a la fase tres sin la preparación necesaria, se les concedería un periodo de gracia antes de que pudieran fijar definitivamente sus tipos de cambio.

El ataque británico contra el citado esquema se concentra en la fase dos. Esta se supone que ha de ser breve -dice Gran Bretaña- porque está llena de interrogantes. En especial, se ignora quién se haría cargo de las políticas monetarias nacionales. Y, sin embargo, su misma brevedad implica que los tipos de

---

cambio podrían quedar solidificados como el cemento antes de que varias economías nacionales pudieran responder del resultado. El Bundesbank, consciente de los problemas suscitados por la unión de las dos Alemanias a un tipo de cambio poco realista, ha visto la trascendencia que podía tener tal situación.

Los banqueros de la City londinense, preocupados por el hecho de que Gran Bretaña pudiera verse apartada de un eventual y futuro orden monetario europeo, persuadieron al ministro John Major para que propusiera el "ecu fuerte" -una moneda que superaría al propio DM por sus virtudes antiinflacionistas- como nueva pieza central del progreso hacia la unión monetaria. Esta moneda sería emitida por un Fondo Monetario Europeo, un descafeinado Eurofed, como contrapartida de depósitos de monedas nacionales, y podrían obtenerla todos aquellos que la desearan. El ecu fuerte sería administrado de forma que nunca tuviera que ser devaluado frente a cualquier otra moneda de la CEE.

Este esquema ofrecería muchas posibilidades. El Fondo Monetario Europeo, v.g., podría pedir que un banco central nacional en principio demasiado manirroto recomprara depósitos de su propia moneda con, digamos, dólares o yens. También podría exigir que cada banco central compensara al Fondo por cualquier pérdida resultante de la devaluación de su moneda. Cuanta más gente decidiera poseer ecus fuertes más draconianos serían los poderes del mismo para someter a los bancos centrales inflacionistas.

Los promotores londinenses del ecu fuerte afirman que su moneda daría al embrión de Eurofed algo real en qué ocuparse durante la fase dos. El banco central ganaría credibilidad administrando una moneda destinada a ser el dinero de Europa. Y proporcionaría a los gobiernos un avance de lo que todo ello supone en términos de disciplina y de otros condicionamientos y exigencias. En tal caso, la fase tres no sería sólo un salto en el vacío o un acto de fe.

Ocurre, sin embargo, que el gobierno británico presenta el ecu fuerte de manera distinta: no como un instrumento transitorio sino como un fin en sí mismo. Si la gente eligiera utilizar el nuevo ecu en vez de las monedas nacionales, tanto mejor, puesto que habrían votado con sus carteras en favor de la unión monetaria. Pero esto supone olvidar alegremente que por "buena" que sea otra moneda, se ve en gran desventaja frente a la de curso legal de un país, es decir, frente a la moneda con la que se pueden pagar deudas. Gran Bretaña elude este punto diciendo que el ecu fuerte podría convertirse en moneda legal con el tiempo.

Existen ya señales de que el ecu fuerte puede incorporarse al plan Delors. Esta posibilidad constituyó en definitiva lo esencial de la defección, la semana pasada, del ministro español de Hacienda, Carlos Solchaga. En la fase dos contemplada por éste, que empezaría en Enero de 1994, un Eurofed emitiría ecus fuertes, influyendo así en las políticas monetarias nacionales.

En la fase tres, el ecu fuerte se convertiría en la moneda única europea. Por otra parte, y contrariamente a Delors, Solchaga quiere una fase dos larga, de cinco o seis años. A su juicio éste es el tiempo que se tardará en eliminar los hábitos inflacionistas de algunos países. También desea un presupuesto comunitario y una ayuda regional crecientes de forma que puedan reducirse las dificultades que la fase tres ha de suponer para los países comunitarios más pobres.

El expreso de Delors se retrasa a causa de modificaciones del recorrido.

---

---

### REPLANTEAMIENTO DE LA UEM

(*"The Economist"*, edit.)

Ya sea a causa del conflicto del Golfo, ya de la unificación de Alemania o ya, en fin, como consecuencia del declinar de un verano memorable, Europa se halla desorientada a propósito de la unión económica y monetaria (UEM) y, desde luego, ha desaparecido la casi total adhesión a la causa del plan Delors. Sesudos alemanes, políticos y banqueros, se permiten ahora dudar en público. No menos sesudos españoles son aún más categóricos en sus vacilaciones. Y los británicos, críticos desde el comienzo, no pueden disimular su sonrisa de complicidad. La alternativa de éstos a Delors, que en un momento fue menospreciada como simple maniobra de diversión, es ahora contemplada con atención, aunque aún no resulte convincente.

Este cambio de actitud no es malo, si ha de dar lugar a un debate sobre dos puntos fundamentales de la unión económica y monetaria: ¿Por qué la queremos?. ¿Cómo se ha de conseguir?. El informe Delors original resultaba poco convincente sobre estos dos puntos, razón por la cual el consenso aparente que se había alcanzado a su alrededor podía dejar de existir por razones más serias que la hostilidad visceral de Margaret Thatcher a todo lo que suponga la desaparición de la libra.

No nos cansaremos de decirlo: una moneda única para Europa no debería constituir un fin en sí misma. El objetivo de cualquier conjunto de arreglos monetarios debería ser la estabilidad de los precios (lo que en la práctica significa incluso menos que el 3% de inflación media anual conseguido por Alemania en los años 80). Este objetivo absoluto puede ser el resultado de la UEM y de la moneda única, pero no serán estas dos cosas las que conducirán necesariamente a una baja inflación. Lo que hará que ésta se consiga será, siempre y en todas partes, un banco central que tenga una sola prioridad -la estabilidad de los precios- y que cuente con la autoridad para llevar a cabo todo lo que convenga para asegurar dicho objetivo.

En el caso de Europa, cualquier consenso sobre la UEM digno de credibilidad debe empezar, por consiguiente, con un estatuto adecuado para la constitución de un banco central europeo. Si los que han de regir el ente que ha de presidir la UEM son designados por periodos mucho más largos que cualquier ciclo electoral; si su misión fundamental, exigida por el estatuto fundacional, es la de conseguir la estabilidad de los precios; si su sumisión a los parlamentos y al público ha de limitarse a darles cuenta de la marcha de la entidad... Si se dan todos estos

---

condicionantes, la Europa Comunitaria tendrá el sistema monetario capaz de proporcionarle los beneficios macroeconómicos de una inflación permanentemente baja.

Queda la microeconomía, que es donde la idea de una moneda única cobra sentido. La Europa con un mercado único que debe desarrollarse a partir de 1992 ganaría mucho con una sola moneda. En tal caso desaparecerían los costes de cambiar las monedas con ocasión de los movimientos de personas y de mercancías; se eliminarían todas las preocupaciones derivadas de las posibles oscilaciones de los tipos de cambio de las monedas comunitarias, etc. Los Estados Unidos han salido muy beneficiados con la presencia de un solo dólar, en vez de docenas de ellos. Lo mismo ocurriría en Europa. Es más, no se obtendrán todas las ventajas del mercado único hasta que no se haya puesto fin a la variedad de monedas, el último obstáculo no arancelario al comercio.

Por consiguiente, la cosa no se limita a la UEM. El debate debería abarcar unas siglas más largas: UEMEP, o unión económica y monetaria con estabilidad de precios. En términos de UEMEP, la propuesta británica de un ecu fuerte -que sería la moneda número 13 en vigor en la Comunidad de doce miembros- tiene algo que la hace recomendable: introduciría un freno adicional antiinflacionista frente a los gobiernos nacionales que quisieran relajar sus políticas monetarias. Ahora bien, una moneda número 13 no proporcionará jamás las ventajas microeconómicas de una moneda única. A lo largo de décadas de excesos inflacionistas, la gente ha sentido un admirable apego a sus monedas nacionales respectivas, casi con total independencia de lo corrompidas que llegaban a ser y de lo poco que servían como medida de valor o como instrumento de ahorro.

Todo esto muestra que los europeos no adoptarán una moneda número 13 permitiendo que desaparezcan paulatinamente las otras doce. Si quieren obtenerse los frutos de una moneda única ésta deber ser impuesta legalmente, de una forma deliberada y permanente. Es posible que el plan del ecu fuerte llevara a eso, y que proporcionara a la UEMEP una adecuada fase dos, en vez de la nebulosa versión contemplada en el informe Delors. El problema es que el ecu fuerte, de la forma en que es presentado por sus patrocinadores británicos, no sería realmente eso. La Sra. Thatcher ve en él una alternativa a la UEM delorsiana: no un mejor camino para llegar a ésta. Todo el mundo lo sabe, y es por esto por lo que Albión sigue siendo pérfida, incluso cuando, como en esta ocasión, ha contribuido positivamente a que la Comunidad meditara y reflexionara.

La presente pausa debería servir para considerar cosas como la constitución de un banco central europeo. ¡Vaya rollo!. Pero también unos precios estables son aburridos. Formidablemente aburridos.

### CONFUSION ALREDEDOR DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

*Peter Norman publica el siguiente artículo en "Financial Times" de 17 de Septiembre.*

Durante años la Comunidad Europea se mostró preocupada por la posible emergencia de una Europa de "dos velocidades". En la actualidad parece hallarse frente al peligro de que velocidades distintas se manifiesten en el proceso hacia la unión económica y monetaria (UEM).

El caso es que la reunión de los ministros de Hacienda celebrada en Roma y la de gobernadores en bancos centrales que ha tenido lugar en Basilea han ofrecido unos cuadros muy distintos de la progresión hacia la UEM.

La reunión de los ministros de la semana pasada puso de manifiesto dudas e incertidumbres que han echado por tierra las esperanzas de la Comisión de la CEE de avanzar rápidamente hacia la unión. En cambio, los gobernadores, reunidos en Basilea hace unos días, se vieron sorprendidos y sorprendieron a muchos observadores al conseguir completar casi del todo la elaboración de los estatutos del propuesto banco central europeo, que ha de ser parte de la fase final de la UEM.

Como sea que los gobernadores estaban también presentes en la reunión de Roma, hay buenas razones para sentirse confuso acerca de la evolución del proyecto de UEM.

Antes del verano todo parecía simple. El debate, entonces, estaba todavía muy influido por el informe Delors, que establecía un proceso de tres fases hacia la unión. La fase primera empezó el 1 de Julio con el compromiso de todos los países comunitarios de incorporarse al mecanismo de cambios del SME y de eliminar los controles de los movimientos de capital. La fase uno no se sabe cuándo va a terminar, pero todos los países, excepto Gran Bretaña, han aceptado el objetivo de la fase tres de establecer una moneda única y un banco central.

Pero resulta que los políticos han disentido ahora sobre la manera de seguir adelante, después de haber mostrado una unanimidad sorprendente y casi total en favor de las propuestas del informe Delors. Los técnicos -representados por los gobernadores de los bancos centrales- han dejado de lado, en cambio, según parece, pasadas reservas sobre la UEM y dan la impresión de hallarse unidos en defensa de una constitución para la entidad clave de la futura y eventual unión.

El acuerdo entre los gobernadores es impresionante. Después de la reunión de Basilea, Karl Otto Pöhl, el presidente del Bundesbank y presidente también del comité de gobernadores de bancos centrales de la CEE, manifestó que había consenso en

"prácticamente todos los puntos fundamentales" que afectan al banco.

Así, los gobernadores estuvieron de acuerdo en que el banco debe imponerse como prioridad esencial la estabilidad de los precios, en que debe ser independiente de los gobiernos y en que no ha de intervenir en la financiación de los déficit presupuestarios. El Banco Central Europeo -los gobernadores rechazaron el nombre de Eurofed- tendría una estructura de dirección similar a la del Bundesbank, con un comité ejecutivo central y un consejo en el que estarían representados todos los gobernadores de los bancos centrales.

Quedan por resolver algunos problemas difíciles tales como el volumen del capital del banco, la forma en que éste sería distribuido entre los bancos centrales y en qué medida debería constituirse un fondo común de reservas de cambio. Pero lo cierto es que tanto Pöhl como otros gobernadores daban la impresión de sentirse confiados, después de la reunión, en el sentido de que se espera que los estatutos puedan ser completados en Noviembre para poder ser presentados en la conferencia intergubernamental sobre la UEM que ha de celebrarse en Roma en Diciembre.

Por el contrario, la reciente reunión ministerial en Roma produjo un desasosiego considerable acerca del calendario que se ha de observar en el progreso hacia la UEM. Sólo Francia, Italia, Bélgica y Dinamarca apoyaron decididamente a Delors. Este quería pasar de la presente fase uno a la dos -en la que se ha de empezar el proceso institucional de una mayor integración- a principios de 1993, y luego a la fase tres- en la que han de hacerse realidad la moneda única y el banco central- poco tiempo después.

Pöhl, influido por la difícil experiencia alemana en materia de unión monetaria, había expuesto sus preocupaciones sobre cualquier precipitación en efectuar cambios institucionales del sistema monetario europeo en un discurso pronunciado en Munich, antes de la reunión de Roma. España, por su parte, sugirió en esta reunión una alternativa al rápido calendario de Delors, apuntando que el paso de la fase uno a la dos podía tener lugar a principios de 1994, y que esta fase dos debería durar cinco o seis años, con el fin de dar tiempo para que las economías de la CEE convergieran antes de llegarse a la fase tres y última del proceso.

Un representante de uno de los países partidarios de la vía rápida calificó la reunión de Roma como "un desastre".

La delegación del Reino Unido, en cambio, estaba eufórica ante la divergencia de puntos de vista que se había producido. Tal delegación se mostraba particularmente entusiasmada con la propuesta de Carlos Solchaga, el ministro de Hacienda español, de incorporar ciertos elementos del plan británico sobre el ecu fuerte y sobre el Fondo Monetario Europeo en la fase de dos de proceso. Ahora bien, John Major, el ministro británico, haría

---

bien en no exagerar su optimismo: ninguno de sus consocios de la CEE ha aceptado el ecu fuerte como posible alternativa a la moneda única o al banco central.

Tan importante como el problema de calendario fue la confusión que imperó a propósito del contenido de cualquier acción que pueda emprenderse más allá de la actual fase uno del programa para la UEM.

La fase dos, la que prepararía el terreno para la adopción de la moneda única y del banco central, estaba descrita muy vagamente en el informe original del comité Delors. La idea posterior del presidente de la Comisión de avanzar rápidamente en esta fase fue en realidad un intento de superar tal deficiencia. No deja de ser paradójico que el plan británico sobre el ecu fuerte constituya la propuesta más claramente formulada sobre el contenido de la fase dos.

Los ministros se encontraron con dificultades la semana pasada al enfrentarse con los dos difíciles problemas políticos de tener que ceder control de sus economías a medida que se entre en la fase institucional del proceso. Los gobernadores, en cambio, actúan en un plano más teórico, elaborando sus planes para un mundo en que la UEM sería un hecho. Así no es difícil redactar unos estatutos que le dan al banco central europeo la independencia de que disfruta el Bundesbank.

Los quebraderos de cabeza de los ministros constituyen el mejor indicador de la situación en que se encuentra el progreso hacia la UEM. Lo sucedido la semana pasada confiere una gran importancia a la reunión especial de los líderes de la CEE que ha de celebrarse en Octubre precisamente para analizar la UEM. En dicha reunión el papel central corresponderá probablemente a Helmut Kohl, el canciller alemán, que deberá decidir entre Pöhl, el defensor del DM y con quien las relaciones no son siempre cordiales, y Delors, más de su agrado pero cuyas prisas en relación con el proyecto de UEM podrían suponer un riesgo para la economía alemana.

#### EL INFORME DEL BUNDESBANK SOBRE LA UEM

(*Andrew Fisher en "Financial Times"*)

La intención de Karl Otto Pöhl, presidente del Bundesbank, no era torpedear la libra cuando hace pocos días advirtió a los periodistas que en opinión del banco central alemán cualquier progreso hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM) debía ser cauteloso y meditado.

El mensaje de Pöhl se dirigía principalmente a Bonn. En

efecto, el informe presentado por el banco y los comentarios de su presidente estaban destinados a reforzar la posición de aquellos que, como es el caso del canciller Helmut Kohl, se inclinan por una marcha lenta, y a contrarrestar la de aquellos otros que, como Hans-Dietrich Genscher, el ministro de Asuntos Exteriores, se muestran a favor de una aceleración de la integración europea.

Ahora bien, la reacción asustadiza de la libra ante el mensaje ha puesto de manifiesto una de las conclusiones del informe: que las diferencias económicas entre los países miembros de la CEE no sólo no disminuyen sino que aumentan. Según el banco, las divergencias por lo que se refiere a la inflación, al déficit presupuestario y a los desequilibrios comerciales son particularmente significativos en el caso del Reino Unido, de Portugal y de Grecia (países no incorporados al Sistema Monetario Europeo), así como en el de Italia y España (que sí lo están).

Significativamente, según subrayaba también el informe, el ensanchamiento de los márgenes entre las economías de los distintos países es un reflejo "de las diferencias considerables que existen en las estructuras institucionales, en los criterios económicos básicos ("economic fundamentals") y en las actitudes de los empresarios y de los trabajadores".

Conclusión: "la prematura e irrevocable fijación de los tipos de cambio y la transferencia de competencias monetarias a las instituciones comunitarias supondría un gran riesgo para la estabilidad económica, en especial para Alemania".

Lo que quiere el Bundesbank es que el gobierno exprese estos puntos de vista en la próxima cumbre de la CEE. "Si éstos no se aceptan se perderá toda esperanza de que la unión monetaria produzca los resultados positivos que se esperan de ella".

El banco, en definitiva, desea que sean contractualmente garantizados los siguientes puntos:

- Básicamente, la UEM debe ser una unión económica abierta a terceros países y con una irrenunciable vocación antiinflacionista. Quedan por superar algunas deficiencias, en especial por lo que se refiere a la armonización de los impuestos indirectos, condición esencial para la supresión de los controles en frontera.

"Otro elemento indispensable de la unión económica es el compromiso por parte de todos los países de mantener una decidida actitud antiinflacionista". Como sea que la política financiera continuaría en manos de los Estados miembros, serían necesarios "unos arreglos contractuales (con normas obligatorias y con un repertorio de sanciones), adoptados en el marco comunitario y que aseguraran la disciplina presupuestaria de todos los países".

---

- En la última fase de la UEM la política monetaria sería formulada por un Sistema de Bancos Centrales Europeos (SBCE), el cual debería:

- \* Dar prioridad a la estabilidad monetaria.
- \* Tener garantizada su independencia.
- \* Incorporar en su seno a los bancos centrales nacionales, los cuales dejarían de actuar autónomamente.
- \* Disponer de un Consejo (que establecería los objetivos monetarios) y de un comité ejecutivo (que cumplimentaría las decisiones de aquél). Serían miembros del Consejo los gobernadores de los bancos centrales nacionales y los componentes del comité ejecutivo.
- \* Contar con todos los instrumentos necesarios de la política monetaria.
- \* Tener competencia exclusiva en la intervención en el mercado de cambios.
- \* No estar obligado a conceder préstamos a las autoridades públicas.

"A causa de las importantes implicaciones políticas, el estatuto del SBCE y las reglas de disciplina presupuestaria deberían ser especificadas en el Tratado", dice el informe.

Antes de alcanzar la fase final de la UEM, a juicio del Bundesbank, debería transcurrir un largo proceso de transición. Al final de éste deberán cumplirse las siguientes condiciones:

- Las políticas antiinflacionistas deben haber acercados los resultados de forma que se hayan eliminado las diferencias de los precios, que hayan sido reducidos a un nivel tolerable los déficit presupuestarios y que los tipos de interés se hallen armonizados.

- Los miembros de la UEM deber haber participado plenamente en el mecanismo de cambios del SME y liberalizado los movimientos de capital.

- Los estatutos de los bancos centrales nacionales han de haber sido armonizados de forma que todos ellos puedan ser partes integrantes del SBCE. Esto incluiría los instrumentos de la política monetaria.

- Los arreglos contractuales sobre disciplina presupuestaria en todos los países miembros deben tener un marco comunitario.

---

- El programa de mercado único debe haber sido realizado en su totalidad, incluyendo la supresión de los controles en frontera.

Con el fin de facilitar el acceso a la fase final de la UEM, el Bundesbank estima que deben intensificarse los esfuerzos de coordinación de las políticas monetarias. Los instrumentos de éstas han de armonizarse paulatinamente, debe asegurarse la independencia de los bancos centrales, han de reducirse los déficit fiscales y el ecu, como cesto de las monedas comunitarias, ha de ser fortalecido estableciendo que no podrá devaluarse frente a ninguna moneda nacional.

El Bundesbank rechaza los calendarios y cree, por el contrario, que la progresión "depende de la cumplimentación de las condiciones económicas y de la política económica previamente establecidas".

Según Pöhl, los requisitos formulados por el Bundesbank son indispensables, no optativos. El banco sólo podría considerar la posibilidad de ceder sus facultades sobre el DM y de transferir sus actuales competencias a una institución comunitaria si el nuevo sistema fuera "por lo menos tan bueno como el que ahora existe".

#### LA VISITA DE JOHN MAYOR A LISBOA Y MADRID

*("The Economist")*

¿Podría despejarse el camino hacia la Unión Monetaria Europea (UME) a través de la ayuda regional?. Algunos de los países más pobres de la Comunidad están preocupados porque creen que no van a recibir de Bruselas la ayuda necesaria para poder resistir los efectos de la Unión. John Major, el ministro de Hacienda británico, se propone astutamente exacerbar tales temores, en un intento de encontrar aliados para su idea de crear un "ecu fuerte" que coexistiera con las monedas actuales.

Los británicos contemplan el "ecu fuerte" como una manera de aplazar la decisión de fijar definitivamente los tipos de cambio (la fase tercera del plan Delors). Algunos de los países del Sur comunitario son también reacios a cualquier precipitación hacia la Unión Monetaria. Los días 4 y 5 de Septiembre John Major ha de visitar Lisboa y Madrid, donde espera sacar algún provecho del malestar que se sintió en estas capitales cuando Carl Otto Pöhl, el presidente del Bundesbank, sugirió hace algún tiempo que los europeos del Norte (excepto Gran Bretaña) podrían avanzar

rápidamente hacia la UME, dejando que los otros se incorporaran más adelante. Ahora bien, los países del Sur europeo no desean en absoluto convertirse en socios de segunda categoría. Todo ello, en definitiva, podría hacer que dichos países vieran en la idea de Major un medio para el mantenimiento de la unidad.

Los países más pobres de la CEE temen tener que soportar reducciones salariales y desempleo una vez que no les es posible devaluar sus monedas para recuperar la competitividad. Por esto desean que la UME vaya acompañada de un fuerte incremento de los "fondos estructurales" comunitarios, es decir, del dinero que se utiliza en concepto de ayuda regional y social.

Resulta, sin embargo, que Jacques Delors, el presidente de Comisión Europea, se ha negado a ligar la UME con la posibilidad de una ayuda superior. No ha querido asustar a los países más ricos (tales como Alemania y Gran Bretaña), que se resisten a proporcionar más fondos estructurales. Delors, mientras tanto, les dice a los países del Sur comunitario que, en cualquier caso, tales fondos se van a doblar entre 1989 y 1993, y que puede que incluso sean nuevamente aumentados en 1992. Este año, la ayuda regional representará más de una cuarta parte del presupuesto de la CEE.

Pero esto no basta para colmar los deseos de los países del Sur, e insinúan estos que exigirán más ayuda como condicionante para su aceptación de la Unión Monetaria. Mayor intentará hilvanar una alianza frente a la UME en la que figurarían un país contrario a una mayor ayuda como Gran Bretaña y aquellos que piden un aumento de los fondos para la promoción regional y social.

Bruce Millan, el comisario regional (y escocés), ha presionado cerca de Delors defendiendo a los países más pobres. A su juicio los fondos estructurales deberían extenderse a nuevas áreas tales como la salud, la educación y los subsidios al desempleo (en el presente la ayuda se dirige sobre todo a la infraestructura y a la industria). También propone transferencias presupuestarias directas de los miembros más ricos a los más pobres, de la misma forma que ocurre entre los "Länder" en la Alemania Federal.

Habiendo observado que ahí había una posible amenaza contra la UME, Delors ha variado de táctica recientemente, y propone un fondo especial que serviría para hacer préstamos a corto plazo a los países que encontraran dificultades para adaptarse a las exigencias de la Unión Monetaria. El fondo, v.g., prestaría 300 millones de ecus a Portugal para aliviarle el dolor de las reducciones del gasto público, y esto siempre que el gobierno portugués cumpliera con las condiciones de la política comunitaria.

Pero Delors no contempla recursos adicionales de ningún tipo para hacer frente a los problemas más profundos del atraso económico. Su inclinación por la ayuda a corto plazo refleja un

reciente trabajo realizado por los economistas de la Comisión, no publicado, sobre el impacto probable de la UME. Este estudio llega a la conclusión de que las regiones más atrasadas de la CEE serían las que más ganarían con los tipos de cambio fijos, y esto a través de unos menores tipos de interés y de una inflación inferior, así como de un comercio exterior y de una inversión superiores. Por ejemplo, una empresa alemana que pensara hacer una inversión en Grecia tendría una idea más clara de sus costes en los próximos diez años si supiera que al dracma no sería devaluado durante todo este tiempo.

La devaluación, reconocen los citados economistas, puede ser un instrumento útil para ayudar a un país a ajustarse después de un contratiempo, y la transición hacia la UME proporcionará no pocos momentos difíciles y contratiempos a las economías de los países más pobres. Ahora bien, a largo plazo, según el estudio, los países no lamentarán la pérdida de la libertad de devaluar. Los autores del trabajo han comparado las tasas de crecimiento de los doce países miembros con las alteraciones de sus monedas respectivas a lo largo de 15 años, hasta 1988. La conclusión es que no existe una relación significativa entre crecimiento y devaluación.

Ocurre que todo esto proporciona un argumento magnífico para defender la idea de Delors de un nuevo fondo destinado a proporcionar una ayuda transitoria a los países más pobres. Este fondo podría persuadirles para que firmaran la Unión Monetaria. Pero esto no ocurrirá antes de que Gran Bretaña haya intentado ganarse a unos aliados en el Sur.

#### COMPAS DE ESPERA PARA LA UEM

(*"Financial Times"*, edit.)

John Major tiene razón al sentirse satisfecho por los resultados de las reuniones celebradas días pasados por los ministros de Hacienda de la Comunidad Europea. Por supuesto, no ha convencido a sus colegas de los méritos del plan británico para la creación de un "ecu fuerte". Tampoco les ha persuadido de que no sea deseable una moneda única controlada por un banco central independiente.

Lo que ha cambiado es el debate sobre el calendario. Salvo en el caso de que los jefes de gobierno cometan el error de imponer una decisión puramente política a sus ministros de Hacienda, el sueño de Jacques Delors de iniciar la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) el 1 de Enero de 1993 es muy poco probable que se realice.

---

Este cambio de actitud representa una victoria del sentido común. También supone la adopción por cada uno de los países miembros de una actitud matizada en la que se valoran más sus intereses nacionales individuales.

Portugal y Grecia, por ejemplo, contemplan la UEM como algo posible sólo si pueden contar con unas mayores transferencias de ayuda regional. Carlos Solchaga, el ministro de Hacienda español, ve ahora que una moneda única sólo será posible hacia el año 2000. Su pensamiento sobre esta cuestión habrá sido influido por las dificultades que su país encuentra para adaptarse a las exigencias del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Por otra parte, Alemania y Holanda temen que cualquier precipitación hacia la UEM ponga en peligro la estabilidad monetaria de que ya disfrutaban.

No puede sorprender que sean Bélgica, Dinamarca, Francia e Italia los países que, solos, siguen dispuestos a aceptar el calendario de Delors. Para estos países, la UEM representa una manera de recuperar la influencia sobre las políticas monetarias nacionales que han perdido como consecuencia de participación en el SME.

La reaparición de viejas dudas no significa, sin embargo, que el plan operativo británico haya ganado adeptos. Lo que significa es que lo que supone la UEM en lo económico influye una vez más en la política.

Varios gobiernos, en efecto, reconocen ahora que el establecimiento prematuro de unos tipos de cambio fijos puede dar lugar a severos desajustes en el seno de la CEE. Tales desajustes conducirían a la política monetaria global de la Comunidad hacia una senda inflacionista, o bien obligarían a la enorme expansión de una costosa (y probablemente ineficaz) política regional.

Consecuentemente, lo más probable es que, en adelante, se insista más en la necesidad de una mayor convergencia, como paso previo hacia la UEM. Este mayor énfasis puesto en la convergencia satisfaría al Bundesbank, el cual ha expresado repetidamente el deseo de un periodo durante el cual la estabilidad de los cambios pueda ser puesta a prueba. Ahora bien, a pesar de este éxito, Major no ha conseguido inclinar al Bundesbank en favor de la causa del ecu fuerte.

El Bundesbank, en efecto, entiende que cualquier moneda paralela complicaría las cosas. Si Major desea vender el ecu fuerte ante tanta resistencia debe proponer que el Fondo Monetario Europeo que sugiere esté dotado de la independencia que el Bundesbank exige para el Eurofed. Más aún: el gobierno británico debería aceptar el objetivo a largo plazo de una sola moneda que fuera controlada por un banco central independiente.

Sea como fuere, las propuestas británicas son sólo un camino hacia la UEM. Una alternativa es la Europa de dos

velocidades que el Tesoro rechaza. Países miembros que se hallan ya en un tren propulsado por la locomotora alemana quieren sentarse en el asiento del conductor. Si países como Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda y tal vez Italia convencen a Alemania de que participe con ellos en la creación de una moneda única, el resultado podría ser una unión que integrara a toda la CEE, más que un obstáculo para la misma.

El éxito de Major, en cualquier caso, ha sido algo personal, obra de su sentido común, atributo que no siempre se da en los enfoques británicos de los problemas de la CEE. Major, en efecto, conseguiría mucho más si aceptara el objetivo de una sola moneda. Y todavía reforzaría la credibilidad de sus propuestas si anunciara que el ecu fuerte podría ser utilizado, con efectos fiscales, en la contabilidad de las empresas del Reino Unido.

Sea como fuere, se acaba de iniciar un debate serio sobre los próximos pasos que han de darse. Los jefes de gobierno no deberían desautorizar a los ministros de Hacienda. El imperativo político del "UEM ya" puede significar una UEM precipitada.

*"Le Monde", por su parte, publica el siguiente comentario de Marcel Scotto sobre el mismo tema anterior.*

Habrà bastado que Saddam Hussein desencadene una crisis internacional para que el proyecto europeo de Unión Económica y Monetaria ralentice su marcha. La duda y la desconfianza han hecho acto de presencia en Roma, el 8 de Septiembre, digan lo que digan Delors y los ministros de Hacienda de los doce países comunitarios.

Las incertidumbres derivadas de la crisis del Golfo llevan a cada uno de los países de la CEE a reaccionar en función de sus intereses nacionales. Por esto el juego, en Roma, ha consistido en introducir confusión, hasta el punto de que se ha mezclado todo alegremente a propósito del concepto mismo de la Unión, y esto con el pretexto de seducir a los británicos, siempre reservados.<sup>1</sup>

En realidad, sólo Bélgica defendió sin ambigüedad el plan Delors. Por su parte, el presidente de la Comisión de Bruselas se mantuvo a la reserva, con el fin de no hipotecar el futuro. Cada vez que la Comunidad encuentra dificultades asoma la tentación de acudir a Kohl. Bruselas y París, en efecto, ponen toda su esperanza en el canciller para eliminar las reticencias del ministro de Hacienda alemán y del presidente del Bundesbank.

---

<sup>1</sup> En otro comentario del mismo número de "Le Monde", Marcel Scotto escribe: "A Delors, obviamente, no le ha gustado que Solchaga haya introducido tanta confusión ("brouille ainsi les cartes"). Sería sorprendente que no pida explicaciones a González de aquí a la próxima reunión de jefes de Estado y de gobierno. Bérégovoy considera la actuación de Solchaga como una simple peripecia".

Es difícil, sin embargo, basar una estrategia tan ambiciosa en la voluntad de un solo hombre. ¿Hasta cuándo podrá Kohl decidir en favor de sus interlocutores europeos contra la voluntad de una parte substancial de las fuerzas políticas de la República Federal?. Alemania, en libertad vigilada durante cuarenta y cinco años, ¿aceptará perder una parte substancial de su soberanía recién recuperada?.

Este es el problema que se le plantea a la construcción europea.

### ESPAÑA Y LA UEM, SEGUN "THE WALL STREET JOURNAL"

*Nicholas Bray publica el siguiente comentario en el número de "WSJ" de 14-15 de Septiembre.*

El nuevo punto de vista de España sobre el proyecto de Unión Económica y Monetaria refleja una profunda preocupación sobre el dinero, según se cree saber. Si la CEE se precipita hacia la Unión Monetaria antes de que sus miembros se pongan de acuerdo sobre un sistema común de imposición sobre las inversiones de capital, algunos países, España incluida, pueden sufrir una fuerte huida de fondos.

Esta preocupación, se asegura, fue uno de los principales factores que explican el cambio de posición de España respecto a la UEM que se produjo hace unos días en la reunión de los ministros de Hacienda en Roma.

En esta reunión, España -hasta ahora uno de los más firmes defensores de los planes para que la segunda fase del proceso hacia la UEM empezara coincidiendo con el inicio del mercado único- sorprendió a sus consocios diciéndoles que no se podía ir tan deprisa. En vez del 1 de Enero de 1993, el ministro Solchaga propuso el primero de enero de 1994 como fecha para el comienzo de una modificada segunda fase.

Por otra parte, Solchaga defendió la tesis del ministro británico Mayor en favor de un "ecu fuerte" como moneda número 13, moneda que sería emitida por un fondo monetario europeo independiente.

Solchaga abogó asimismo por un periodo de cinco o seis años entre las fases dos y tres, en vez de un periodo más breve. La propuesta española significaría que la Unión Monetaria plena no se alcanzaría más que en el año 2000. En la tercera fase, dijo

---

el ministro español, el "ecu fuerte" se convertiría en la moneda única de la CEE.

La intervención del ministro Solchaga ha dado lugar a mucha especulación sobre las razones que han llevado a España a un cambio tan espectacular de posición, y ha motivado que se produjeran acusaciones por parte de los partidarios de un proceso más rápido, los cuales ven ahora que todas sus esperanzas puedan verse frustradas.

Algunos analistas han querido ver que la causa de todo ello es la nueva situación resultante de la crisis del Golfo, que habría acentuado el pesimismo de las autoridades españolas. Las nuevas circunstancias, se ha dicho, han puesto de manifiesto las debilidades de la economía del país.

En un discurso muy crítico pronunciado hace unos días en Strasburgo, Delors insistió en que la Unión Monetaria es más necesaria que nunca, precisamente por los problemas planteados por el conflicto del Golfo. Por consiguiente, en vez de retrasar la realización del proyecto lo que se ha de hacer es acelerarlo, razón por la cual, añadió Delors, él esperaba que los jefes de gobierno presionaran en tal sentido.

Los políticos y funcionarios españoles, heridos por lo que consideran una incorrecta interpretación de su postura, negaron que se hubieran debilitado sus compromisos en favor de la unión. Por el contrario -dijeron- al buscar la manera de conciliar la posición de Gran Bretaña con la de los otros miembros de la CEE, y al proponer medidas y fechas concretas para alcanzar la tercera fase, lo que se ha hecho ha sido reforzar un proyecto que hasta ahora había sido más bien vago.

Sea como fuere, las autoridades españolas estiman que el principal obstáculo que encuentra la unión es, entre otros, la falta de armonización fiscal que facilite la convergencia de las economías de la CEE.

Lo que pueda ocurrir en adelante con el debate sobre la UEM se verá con mayor claridad después de la reunión de los ministros de Asuntos Exteriores de la CEE que debe celebrarse en Venecia el próximo mes. Por lo demás, la nueva actitud de España puede fortalecer su posición en cuanto a sus peticiones en favor de una mayor flexibilidad por parte de otros gobiernos en cuanto a la imposición sobre el capital.

Por ahora, con todo, parece poco probable que pueda superarse el conflicto entre los partidarios de un proceso rápido (Francia e Italia sobre todo) y los cada día más numerosos defensores de las tesis que sugieren una mayor cautela.

Una conferencia intergubernamental sobre la Unión Monetaria debe celebrarse en Roma en Diciembre. Los jubilados representantes británicos han manifestado ya que el cambio de posición de España hará posible que tal conferencia sea realmente útil.

---

---

**URSS: QUE VENZA EL MEJOR**

**(*"The Economist"*)**

**08.09.90**

Es una dacha de los alrededores de Moscú, un equipo de ocho economistas ha estado comiendo, durmiendo y trabajando seis días a la semana en un nuevo plan de reforma de la economía de la Unión Soviética. Muchas mañanas, el equipo se ha desplazado para informar a Nikolai Ryzhkov, el primer ministro soviético. El resultado de todo ello ha de ser una versión modificada del programa que Ryzhkov no consiguió ver aprobado en el parlamento hace unos meses. Ahora bien, si Boris Yeltsin, el presidente de la república rusa, puede hacer prevalecer sus puntos de vista, todo ese trabajo habrá sido en balde.

Yeltsin, desde luego, tiene su propio y atrevido plan de reforma, elaborado por otro equipo de economistas, éste encabezado por Stanislav Shatalin, una figura eminente entre los reformadores soviéticos. Shatalin tiene una complexión débil (le falta un pulmón y recientemente tuvo un ataque al corazón), pero también un gran valor, y se mueve entre sus dos grandes pasiones: la economía y el fútbol. Shatalin, por lo demás, ejerce un hábil papel de intermediario entre las dos grandes estrellas de la política soviética, Yeltsin y Gorbachev, y cuenta con el respeto de ambos. Gorbachev le designó como uno de los 16 miembros de su Consejo Presidencial; Yeltsin tuvo la suerte de que le presidiera el equipo que está revisando su programa que ha de llevar en "500 días" a Rusia a la economía de mercado, adaptándolo además para que sirva para toda la Unión Soviética. La semana pasada el programa del equipo de Shatalin fue presentado al parlamento de la república rusa.

¿Por cuál de los dos equipos se inclinará Gorbachev?. En los últimos días ha estado intentando recoger lo mejor de los programas de ambos, pero la verdad es que el tiempo para los compromisos parece haber terminado. Según Yeltsin, los dos enfoques son incompatibles, razón por la cual pide la salida de Ryzhkov del gobierno, al tiempo que amenaza con aplicar el programa de Shatalin a la república rusa a partir del 1 de Octubre, con independencia de lo que haga el resto de la Unión.

El programa de "500 días" está previsto que funcione de la siguiente forma:

- Días 1 al 100. Se crearía un comité económico constituido por las diferentes repúblicas, destinado a coordinar la reforma. Tal comité daría cuenta a Gorbachev de sus activida-

---

des. Estaría por encima de los múltiples ministerios de Moscú, los cuales, en su mayoría, irían desapareciendo paulatinamente. Empezaría la venta de las propiedades del Estado. Los agricultores podrían dejar las explotaciones colectivas quedándose con cierta extensión de terreno. Se reduciría el gasto público. Así, v.g., la ayuda exterior disminuiría el 76%; el presupuesto de defensa, el 10%; la hasta ahora intocable KGB, el 20%. Se introduciría un sistema bancario constituido fundamentalmente por un banco federal formado por los bancos comerciales, por otro, éstos surgidos de los bancos especializados del Estado. Durante el año 1991 se liberalizarían muchos precios, aunque no los de los productos de mayor consumo. Existiría un solo tipo de cambio para el rublo, que sería la única moneda de curso legal de la Unión.

- Días 200-250. La liberalización de los precios y la reducción del gasto deberían introducir cierto equilibrio en el mercado. La indiciación salarial empezaría a mediados de 1991. El número de sociedades por acciones ("joint-stock companies"), formadas sobre la base de las grandes empresas nacionalizadas, llegaría a las 1000 ó 1500. Alrededor de la mitad de las pequeñas tiendas y de los cafés y bares serían privatizados.

- Días 250-400. Hacia el final de este periodo alrededor del 40% de la industria transformadora, la mitad de la industria de la construcción y el 60% del comercio deberían haberse convertido en sociedades por acciones, enajenadas o arrendadas. Se crearía un mercado de cambios con la idea de hacer convertible al rublo.

- Días 400-500. Al final del proceso, el 70% de las industrias transformadoras y el 90% de la industria de la construcción y del comercio al por menor deberían haber dejado de pertenecer al Estado.

Este calendario es enormemente ambicioso. Esta es una de las tres principales características del programa de Shatalin que lo distinguen del de Ryzhkov. La versión de éste empieza con la estabilización macroeconómica, en parte a través de elevaciones de los precios, y retrasaría la supresión de muchos de los controles centrales hasta 1992. El plan Ryzhkov revisado, según parece, acepta plenamente la introducción de la propiedad privada, pero carece del impulso decidido hacia la economía de mercado que distingue al programa de Shatalin. Esta es la segunda gran diferencia entre ambos.

Gorbachev podría aspirar a allanar esas diferencias entre ambos planes si no fuera por la tercera característica que los separa. Esta se refiere a las relaciones entre el centro y las repúblicas. Según el plan Shatalin, las repúblicas delegarían -probablemente de forma limitada- la autoridad económica al centro. Ryzhkov, en cambio, quiere conservar más autoridad para la autoridad central. Aunque Gorbachev quisiera situarse al lado del primer ministro en este punto, lo más probable es que tenga que ceder. En la lucha que se está desarrollando entre el centro

y las repúblicas por el control de los precios, por los impuestos, por la moneda y por los recursos estratégicos como el petróleo, la posición más fuerte parece ser la de Yeltsin, en especial por circunstancia de su popularidad personal y por el peso de la república que él preside ya que, como vimos, amenaza con aplicar el plan Shatalin por su propia cuenta.

Si Gorbachev no consigue un rápido acuerdo con Yeltsin la confusión puede llegar a extremos nunca vistos. Si la república rusa y el gobierno central adoptan decisiones distintas o contradictorias, ¿cuáles de ellas prevalecerán?; ¿quién controlará los precios del petróleo ruso, de su oro, de sus diamantes?. Los banqueros y empresarios extranjeros pueden encontrar enormemente complicado tratar y negociar con Moscú.

La solución, en cualquier caso, requiere urgencia. Como es sabido, se producen escaseces incluso de pan, y nadie sabe si la culpa es de la distribución, o de los agricultores, o de quien. Pero lo que más sorprende es que esto ocurra en un año en que el país ha obtenido una cosecha récord.

***Bajo el título "El fin del comunismo" "Financial Times" publica el siguiente editorial.***

Setenta y tres años después de la Revolución de Octubre de Lenin, la Unión Soviética va a abandonar formalmente el comunismo. Esto ocurrirá el próximo día 1. Esta es, en esencia, la decisión sobre la reforma económica que Michail Gorbachev anunció por televisión esta semana.

Dado el significado de este compromiso, lo sorprendente del debate político que se acaba de celebrar no ha sido la confusión, sino la relativa unidad y la compostura. La decisión de Gorbachev de dar su apoyo al plan Shatalin para una reforma radical puede o no traducirse en la renuncia de Nikolai Ryzhkov, el primer ministro, pero lo más probable es que hayan disminuido los peligros políticos a que aquél deba hacer frente.

El radicalismo económico le ha hecho posible al presidente soviético establecer una alianza con Boris Yeltsin, el presidente del parlamento ruso, lo que debería permitirle conseguir también la colaboración de otros líderes de las repúblicas. El plan Shatalin, en efecto, supondrá para las 15 repúblicas constituyentes la posibilidad de firmar un acuerdo de cooperación económica dentro de los próximos meses. Dado que este acuerdo se construirá alrededor del libre comercio y de la delegación voluntaria de poderes en favor de Moscú, permitirá a las repúblicas reforzar sus pretensiones soberanas al mismo tiempo que preservará la interdependencia de la que depende su sobrevivencia económica, por lo menos a corto plazo.

---

Esta fórmula apunta a un nuevo tipo de Unión Soviética, más parecido a la comunidad Europea que a los Estados Unidos. Quedarían sin resolver cuestiones sensibles de política exterior y de defensa; pero si la unión económica llegara a funcionar, se asegurarían los vínculos entre algunas de las repúblicas, por lo que la retirada de unas pocas no resultaría fatal.

¿Pero no puede producirse en el seno del gobierno un revuelo que amenace con provocar una crisis política antes incluso del inicio del plan Shatalin?. El intento inoportuno de Ryzhkov de poner al país contra el radicalismo tenía todas las apariencias de ser una de las interminables tretas tácticas de Gorbachev. Porque Ryzhkov puede que sea alguien sin excesiva importancia, pero representa a un grupo de presión poderoso: la élite burocrática y tecnológica más directamente amenazada por el desmantelamiento de la planificación central. Junto con el aparato del partido, estos grupos ministeriales y corporativos constituyen el obstáculo más serio que se opone a la reforma.

El presidente Gorbachev podría haber desautorizado a Ryzhkov en privado, pero probablemente convenía más a sus fines dejar que se manifestara ante su público una última vez. De la misma forma que el espectáculo televisado del Congreso del Partido en Junio fue un elemento fundamental para el descrédito de los reaccionarios del mismo Partido y para que éste cediera en su control del gobierno, el presidente Gorbachev puede esperar ahora que el rechazo categórico de Ryzhkov por parte del parlamento contribuirá al desarme de la oposición burocrática.

Naturalmente, sería preferible que pudieran evitarse todas estas maniobras. Resultan aparatosas y confunden tanto al ciudadano soviético como a la comunidad internacional. Es más, el énfasis que se pone en las cuestiones tácticas distrae la atención de las cuestiones de estrategia, que todavía quedan ahí, sin resolver.

Hasta que el plan Shatalin no sea publicado completo debe reservarse todo juicio sobre su viabilidad económica y política. Cuando se conozcan los detalles, en especial por lo que se refiere al programa preliminar de estabilización, la comunidad internacional deberá decidir el papel que le corresponde representar en ayuda de la histórica transición. Este papel podría resultar vital no sólo como contribución a la estabilización sino como medio de evitar que la nueva Unión Soviética se desintegre.

La verdad es que tanto los líderes soviéticos como los de las repúblicas dan muestra preocupantes de subvalorar los sufrimientos que esperan a sus gentes en un futuro inmediato. Tal vez sea una cuestión de táctica también: cuando se salta desde un edificio en llamas no se pierde nada con cerrar los ojos.

Sea como fuere, es evidente que en los próximos años el pueblo soviético necesitará una dirección fuerte e inspirada, a

parte de un delicadísimo tacto.

### LA REVOLUCION DESDE ARRIBA

(*"Financial Times"*, edit.)

Los pueblos de la Unión Soviética están a punto de vivir su segunda revolución de este siglo. Al igual que la primera, será una respuesta al descontento popular. Al igual que la primera, surgirá de una situación de bancarrota del "ancien régime". Al igual que la primera, reflejará las convicciones de un sector estrecho de intelectuales. Y también al igual que la primera, no conseguirá alcanzar todos sus objetivos.

El plan presentado por el profesor Stanislav Shatalin no conseguirá transformar la economía soviética en una verdadera economía de mercado en una década, y no digamos en 500 días. Pero puede crearse la infraestructura de una economía libre y la economía puede ser descentralizada, todo ello sin una hiperinflación, sin un paro masivo y sin una guerra civil. Si se consigue esto el programa habrá sido un gran éxito. Cualquier cosa adicional sería una apoteosis.

Cinco años de perestroika han mostrado que la premisa de ésta era falsa. El socialismo soviético es en realidad un desvío en la ruta que lleva del capitalismo al capitalismo en un viaje de ida y vuelta. El hecho de que Mikhail Gorbachev haya llegado a esta conclusión es una prueba de que resultaba inevitable. Dados sus antecedentes y su posición, pocos habrían llegado a ella tan a disgusto.

Los 500 días en los que el presidente Gorbachev y Boris Yeltsin pretenden rehacer la Unión Soviética deben interpretarse tan literalmente como los seis días en que Dios creó el universo. El quid está en determinar si el programa tiene sentido.

Desde muchos puntos de vista, la respuesta es afirmativa. La estabilización no es una tarea desprovista de toda esperanza. El ahorro monetario medio de los 80 millones de familias con depósitos en las cajas de ahorro era sólo de 4.300 rublos (4.300 libras al cambio oficial) a principios de año, lo que equivale a una vez y media el salario medio anual. Resulta difícil creer que el ciudadano soviético piense que su riqueza es excesiva.

Son formas alternativas de riqueza las que se necesitan, y esto es lo que las autoridades pueden proporcionar rápidamente. Por ejemplo, viviendas y tierras agrarias pueden ser vendidas a bajos precios. Pero aunque los precios fueran muy bajos, los efectos serían grandes en la excesiva oferta monetaria. Si el

exceso de ésta fueran 300 m.m. de rublos y cada familia pagara 4.000 rublos por adquirir su vivienda, se eliminaría la totalidad de dicho exceso.

La supresión del déficit presupuestario será más difícil. Pero las autoridades soviéticas han recibido una ayuda muy oportuna. La economía, en efecto, debería obtener unas ganancias de 15 m.m. de dólares resultantes de la conversión del comercio del Comecon de rublos a monedas duras. Por otra parte, si el precio del crudo fuera a mantenerse por encima de los 25 dólares el barril, los beneficios así resultantes se situarían en otros 15 m.m. de dólares. Además, con la derrota de la facción tecnocrática encabezada por el primer ministro Nikolai Ryzhkov la inversión a largo plazo puede aplazarse en alguna medida, por lo menos hasta que la reforma sea una realidad.

La Unión Soviética posee también reservas monetarias exteriores y metales preciosos. Todo esto debe ponerse ahora al servicio de la estabilización. Tiene poco sentido guardarlo para el futuro. Si este programa fracasa no habrá futuro. Lo mismo es cierto para el endeudamiento exterior: los soviéticos deberían pedir prestado todo lo que puedan obtener.

Los dolores de la transición pueden resultar aliviados con la provisión subsidiada y racionada de determinados bienes de consumo. Pero el presente plan es a la vez demasiado ambicioso y excesivamente caro. El control de los precios debe limitarse a los productos más sensibles políticamente. De lo contrario será imposible controlar el déficit presupuestario y la inflación resultará inevitable.

La estabilización puede ser difícil, pero la experiencia polaca muestra que la privatización y la introducción de la competencia son casi imposibles. Lenin y Stalin crearon el proletariado casi de la nada. Ahora, una pequeña burguesía debe del mismo modo ser creada de la nada.

La expansión de la economía de mercado será la obra, sobre todo, de la proliferación de los pequeños negocios, en especial de los que ofrezcan servicios. Deben ser eliminados los obstáculos a su creación y desarrollo. Además, deberían distribuirse profusamente acciones participativas de las grandes empresas, mientras que las empresas y explotaciones agrarias pequeñas ya existentes convendría darlas, simplemente, a aquellos que pudieran hacerlas funcionar y trabajar.

El paso de una demanda dictada por los planificadores a una demanda procedente de los consumidores supondrá distorsiones. Ahora bien, para un país tan grande como la Unión Soviética la liberalización del comercio puede ser aplazada hasta después de la reforma de la propiedad. La autarquía temporal reducirá el desajuste inmediato. A continuación, la expansión de las exportaciones debería ir "pari passu" con la liberalización comercial.

El interés de Occidente por el éxito de la descentralización política y económica de la Unión Soviética es sólo ligeramente menor que el de los propios soviéticos. Al lado de lo que ocurriría si el país fuera a desintegrarse en una guerra civil, con asesinatos en masa y movimientos masivos de población, lo que sucede en Irak parecería un mero pasatiempo. Ahora bien, si el programa parece realizable, debería ofrecerse ayuda en forma de créditos "standby" ligados a actuaciones o programas específicos. Las sumas requeridas serían importantes -no inferiores a los 30 m.m. de dólares- pero la recompensa de una transición pacífica a la economía de mercado y a la descentralización política superaría con creces cualquier coste económico.

Aquí se halla la gran diferencia entre la revolución actualmente en ciernes y la revolución que puso en marcha Lenin. Esta de ahora es la última posibilidad de algo que se parezca a una evolución pacífica de la Unión Soviética. Nadie necesita ser advertido de los enormes obstáculos que se oponen al éxito, sean éstos la historia del país o la psicología de sus gentes. Pero el caso es que no hay otra alternativa que intentarlo.

STANISLAV SHATALIN, PROFESOR DE ECONOMIA PRIVADA

*(Carroll Bogert, en "Newsweek")*

Si la economía soviética consigue transformarse y reponerse, está claro de quién será el mérito: del enclenque y medio calvo profesor de economía que no tenía otro deseo que permanecer en un segundo plano en el debate legislativo de la pasada semana. Pero a Stanislav Shatalin apenas le dejaron permanecer sentado. Llamado ante el Soviet Supremo para contestar preguntas Shatalin hizo una acalorada defensa de su plan destinado a liquidar el socialismo y a establecer una economía de mercado en 500 días. "Todos ustedes preferirían escuchar las dulces canciones de otras épocas", dijo el profesor. "Pero el caso es que hay muchas cosas malas debajo de esas melodías". ¿Se responsabilizará del hambre, del sufrimiento y de las distorsiones sociales que pueden resultar de su plan?. "Sí, lo haré, moral e incluso criminalmente, si es necesario", exclamó antes de dejar el podio.

Designado miembro del consejo de asesores de Gorbachev -el llamado Consejo Presidencial- en Marzo, Shatalin, a sus 56 años, se ha situado a la cabeza de la revolución económica soviética. Esto satisface a los economistas occidentales, uno de los cuales describe a Shatalin como "una de las pocas, poquísimas personas de la Unión Soviética que realmente sabe lo que es el mercado". Portavoz del claustro de economistas de la Academia Soviética de Ciencias, Shatalin es conocido desde hace años como un ardiente defensor de la economía de mercado. "Otros han salido en defensa

del sistema de libre empresa ahora que está de moda", dice un economista de Moscú. El caso de Shatalin es distinto, pues ha estado escribiendo en favor del sistema desde hace años".

En los viejos y sombríos tiempos de Brezhnev esto no resultaba fácil, pero Shatalin encontró siempre la manera de hacerlo. Incluso en sus conferencias en la Universidad del Estado de Moscú, en una etapa óptima del funcionamiento de la economía socialista, en los años 70, el profesor se las arregló para exponer con claridad sus teorías sobre la economía de mercado. "Hablaba de racionalismo y de eficacia, y utilizaba ejemplos prácticos. Siempre dijo lo que quiso", recuerda un viejo alumno, el cual añade: "nunca se hizo atrás. Los estudiantes le adoraban".

Tres veces fue Shatalin expulsado del Partido Comunista, y las tres veces fue readmitido, sin necesidad de rectificación alguna, y esto gracias, según se cree, a la mediación de un tío suyo situado en las altas esferas del partido. Ahora no quiere comentar por qué fue expulsado -"hubo muchas razones", dice- pero hace observar que "en la actualidad no sólo soy miembro del partido. También soy miembro del Comité Central".

Gorbachev se decidió en favor de Shatalin en una reunión de economistas importantes en el otoño de 1989, y Boris Yeltsin, el primer dirigente de la República Rusa, pronto vio en el profesor uno de los principales y más reconocidos expertos en economía de mercado. Con todo, y a pesar de su repentina preeminencia, Shatalin preserva con ardor su independencia. "No soy un asesor de Gorbachev. Soy miembro del Consejo Presidencial, lo cual es muy diferente", afirma el profesor. "Tampoco soy un asesor de Yeltsin", añade. Aunque agotado por el politiquero que se ha necesitado para conseguir que su plan vaya a ser aprobado por el Soviet Supremo, Shatalin no hubiera aceptado ningún otro procedimiento para su aceptación. Shatalin, en efecto, siempre ha preferido el camino democrático, más aburrido y más lento, a la posibilidad de que la economía de mercado fuera introducida por decreto.

Si bien muchos liberales querrían ver a Shatalin en el puesto de primer ministro, él asegura que en ningún caso aceptaría el cargo. Una de las razones es su delicada salud. Empedernido fumador en otros tiempos, perdió un pulmón por culpa del cáncer, y la enfermedad ha hecho que su rápido discurso haya llegado a ser algo defectuoso. En Julio, después de acompañar a Gorbachev a la cumbre de Washington, tuvo un colapso que fue calificado como "un ataque al corazón", por lo que fue hospitalizado. Hoy parece del todo recuperado cuando se desenvuelve por los pasillos del Soviet Supremo conversando con diputados y consejeros.

"Me gusta", dice el escritor y legislador Fyodor Burlatsky. "Tiene un gran sentido teatral". En tiempos como los actuales, el modesto pequeño profesor necesitará todos los recursos dramáticos que sea capaz de reunir.



**ARTICULOS DEL MES**

- ¿CRISIS MUNDIAL?. NO SI HAY CORDURA**  
*Editorial de "The Economist" de 22 de Septiembre*
  
- EL FMI ENJUICIA LA SITUACION**  
*"The Economist"*
  
- LA ESCASEZ DE CAPITAL, EL GRAN PROBLEMA**  
*Tim Carrington, en "The Wall Street Journal"*



### ¿CRISIS MUNDIAL?. NO SI HAY CORDURA

*El texto que sigue corresponde al editorial de "The Economist" de 22 de Septiembre.*

A lo largo de los próximos días, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales de todas partes van a concentrarse en Washington con ocasión de la reunión anual del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. Hace un par de meses, esta normalmente mecánica exaltación del capitalismo hubiera sido excepcionalmente alegre. Desgraciadamente, 1990 se ha mostrado excesivamente movido, y por esto en vez de brindar por el colapso del comunismo los asistentes deberán escuchar sus mutuas lamentaciones. Todo por culpa de Saddam Hussein. Los próximos 12 meses, en efecto, amenazan con ser por lo menos preocupantes, y muchos países, incluidos los Estados Unidos, podrían sufrir incluso una recesión.

Las recesiones, sin embargo, se presentan de muy distinta manera. para asegurar que la versión de 1990-91 sea suave y breve, y no profunda y duradera, los gobiernos y los electores de los países importadores de petróleo deben tener presente y no olvidar una cosa: que un petróleo más caro significa que sus rentas reales realizables serán menores que antes. La política económica, por inteligente que sea, no cambiará esta realidad. Las perspectivas, por consiguiente, no sólo han empeorado para el conjunto, sino que se han hecho excepcionalmente inciertas. Esto es debido en parte a que el precio del crudo, el próximo año, podría variar enormemente según las circunstancias. Si Hussein cede ante la presión, el precio del barril puede volver a los 20 dólares, o menos. Una prolongación de la situación expectante actual podría situar tal precio entre los 25 y los 35 dólares. Si estalla la guerra podría subir, por lo menos durante algún tiempo, a 50 dólares el barril, o más.

Con todo, existen otras incertidumbres, menores que las del precio del petróleo pero, al revés de éste, previsibles y remediabiles. Se refieren a lo que los gobiernos puedan hacer en esta fase de la evolución económica. Para el largo plazo, el mayor peligro es que se permita que fracasen las negociaciones comerciales del GATT, que han de terminar en Diciembre. Estas negociaciones, destinadas a contener las corrientes proteccionistas, están en peligro. Lo que está en juego es nada menos que el carácter de la economía global para las próximas décadas. ¿Será una economía abierta, de libre mercado?. ¿Estará, por el contrario, dividida en bloques geográficos controlados por gobiernos intervencionistas?.

A corto plazo, con todo, la principal causa de incertidumbre evitable es macroeconómica más que microeconómica. Descansa en la ilusión de control, es decir, en la idea de que una política inteligente puede corregir de alguna forma los efectos de un crudo más caro, dejando las perspectivas económicas en una situación igual -no peor- a la anterior. Este es un error que puede convertir un ciclo de apacible crecimiento, fluctuante, pero positivo, en un violento cambio de signo que lleve de una expansión inflacionista a una caída deflacionista.

Una gran parte del marasmo a que se está llegando y que será más pronunciado en Estados Unidos y en Gran Bretaña habría ocurrido en cualquier caso. Después de todo, el mundo ha tenido ocho años de rápido crecimiento económico, por lo que, como decía un ministro de Hacienda británico, esto "ya era demasiado". El resultado de ello ha sido una creciente presión inflacionista, en especial en los países anglosajones. Con sólo mantener una vigilancia constante sobre la inflación, la política monetaria habría conducido a una detención del crecimiento en los próximos meses.

Las proyecciones urgentemente actualizadas del FMI señalan que la economía de Estados Unidos crecerá el 1,3% este año y el 1'7% en 1991, frente al 1'7% y al 2'3 por ciento que el mismo Fondo había previsto en la primavera pasada. La tasa de inflación norteamericana la sitúa el FMI en el 4'2%, sólo algo por encima de la anterior proyección. Estas nuevas estimaciones se corresponden con un par de trimestres de pequeño o nulo crecimiento, este invierno, por lo que puede hablarse de recesión, aunque suave.

Sólo una parte del deterioro que se ha producido desde la última proyección se debe al petróleo. En realidad, los economistas del Fondo han basado sus cálculos en un precio -de 26 dólares el barril, con tendencia a bajar a 21 dólares al final del próximo año, con una media de 23 dólares para 1991- que parece más bien optimista en un momento en que se han alcanzado los 32 dólares, el precio más alto de los últimos nueve años. Supóngase que tal precio se mantiene en los 30 dólares durante algún tiempo: ¿Qué pasaría?. Tal subida todavía sería pequeña al lado de la de cuatro veces más, o incluso superior, que se alcanzó en las dos crisis petrolíferas de los años 70. Además, los países industriales, en general, han reducido su dependencia de la energía, y todavía más del petróleo. El FMI calcula que un petróleo a 30 dólares reduciría la tasa de crecimiento de los grandes países industriales en medio punto porcentual, aproximadamente, el año próximo, y que aumentaría su tasa de inflación en un punto porcentual. En tal caso Norteamérica no tendría que hacer frente más que a una ligera recesión. Japón y Alemania proseguirían su crecimiento, que se situaría en un 3%. Tal falta de sincronización es en sí misma una defensa contra una crisis global.

Las principales víctimas económicas de Hussein serán los

países del Este europeo y aquellos del Tercer Mundo que no producen crudo. En todas estas economías los efectos directos de un petróleo más caro serán más severos que en el mundo industrial; y dado que la mayoría de sus gobiernos se están esforzando por llevar a cabo complejas reformas económicas, los efectos indirectos podrían ser devastadores. En los países ricos sólo se producirá una recesión grave si se actúa torpemente.

Los políticos norteamericanos hacen frente a este desafío con toda la incompetencia posible. La clave de la estimación más bien tranquilizadora del FMI es lo que sus economistas llaman "continuidad de la política económica" ("unchanged policies"). Lo que con esto quieren decir es que los bancos centrales no deberían responder a la presión adicional sobre los precios expandiendo la oferta de dinero. pero esto, a su vez, significa unos mayores tipos de interés. Algunos representantes de la Administración contemplan la elevación de los precios del crudo, así como la creciente posibilidad de una recesión, como una razón adicional para que la Reserva Federal ceda en su política antiinflacionista y reduzca los tipos de interés. Así hablan de compensar el objetivo de una baja inflación con el de "sostener la expansión". Esto es un disparate peligroso. La inflación medida según los precios al consumo en Estados Unidos en los primeros ocho meses de este año se situaba en una tasa anual del 6,2% lo que ya es excesivo. En una palabra: el petróleo más caro es una razón más para que la Reserva Federal no ceda en su posición antiinflacionista.

Lo mejor que pueden hacer el Congreso y la Administración norteamericanas en la actual coyuntura es poner fin de una vez al largo forcejeo sobre el déficit fiscal y anunciar un paquete de medidas destinadas a reducir el gasto y a aumentar los ingresos. Si el paquete fuera verosímil -el "si" es importante, a la vista de los precedentes- proporcionaría a la Reserva Federal alguna posibilidad de bajar los tipos de interés. Otros gobiernos tienen también déficit presupuestarios demasiado grandes. Ahora bien, cuanto menos acuda el sector público al ahorro internacional más fácil será combinar unos bajos tipos de interés con una acción decidida contra la inflación.

Gracias a Hussein el petróleo es más caro, y seguirá siéndolo durante algún tiempo. Los consumidores de crudo se hallan, por lo tanto, en una situación peor, y los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales no pueden hacer nada para solucionar el problema. Que aprovechen las reuniones del FMI para mostrar a los mercados financieros que conocen sus propias limitaciones. Esto le irá bien a la economía mundial. Los discursos inútiles sobre posibles remedios para la situación presente no harán más que precipitar la próxima recesión.

---

---

## EL FMI ENJUICIA LA SITUACION

(*"The Economist"*)

No es necesario decir quiénes serán los delegados menos populares entre los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales que se reúnan estos días en Washington con ocasión de la asamblea anual del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. Al provocar una elevación de los precios del petróleo, Irak ha reducido la tasa de crecimiento y ha aumentado la inflación de la economía mundial. Y no sólo esto pues, además, ha obligado a los economistas del FMI a trabajar horas extra para poner al día y actualizar su World Economic Outlook bianual.

Los expertos del Fondo, con todo, han llegado a una conclusión tranquilizadora. Suponiendo que los precios del crudo sean de 26 dólares/barril el resto del año y que bajen para situarse en una media de 23 dólares en 1991, el crecimiento de las economías industriales, según se espera, se reducirá del 4% en 1988 y 1989 a un todavía aceptable 2'5% este año y el siguiente. Estados Unidos, Canadá y Gran Bretaña crecerían sólo un poco más del 1%, pero Japón y la Europa continental lo harían más activamente. Por otra parte, la inflación subiría, pero no exageradamente. Incluso en el caso de que el precio del crudo aumentara a una media de 30 dólares el año próximo, las economías industriales podrían eludir cualquier tipo de recesión.

Pero si los países ricos van a hacer frente a la actual situación en mejores condiciones que cuando se produjeron las crisis petrolíferas de los años 70, las naciones en vías de desarrollo lo pasarán peor, por lo que se puede esperar que en Washington se van a escuchar muchas peticiones de ayuda. Hoy, los países en vías de desarrollo consumen el 28% del petróleo mundial, frente a sólo el 18% en 1973. El FMI estima que cada dólar de aumento del precio del petróleo reduce el crecimiento de los países subdesarrollados exportadores de primeras materias aproximadamente el doble que en los países industriales.

En Mayo último el Fondo predijo que los países en desarrollo crecerían el 3'2% este año. Ahora sitúa esta cifra sólo en el 2'2%. Pero la mayor parte de esta reducción se debe a las políticas fiscal y monetaria más severas, y no tanto al mayor precio del crudo. De hecho el Fondo estima que la elevación del precio del petróleo supone un pequeño beneficio para los países deudores del Tercer Mundo, considerados como grupo, y esto gracias a los mayores ingresos de los que exportan crudo, como es el caso de Méjico y Venezuela, que compensan con exceso las pérdidas de los que lo importan.

---

Pero los promedios confunden más que aclaran: las economías asiáticas, según se estima, se expandirán en un optimista 5% mientras que el PNB de Iberoamérica podría reducirse. Lo más probable es que el PNB por habitante disminuya en todas las regiones subdesarrolladas, excepto en Asia.

El impacto de los mayores precios del crudo se verá agravado por la menor demanda de productos exportados por aquellos países, por los elevados tipos de interés y por los menores precios de las materias primas (que han disminuido en un 40% desde 1980 en relación con las exportaciones de los países industriales). Las consecuencias de todo ello para los países pobres importadores de crudo que están intentando poner en marcha programas estabilizadores podrían ser graves.

El Este europeo se verá aún más afectado por los mayores precios del petróleo dado que a partir del próximo Enero se verán obligados a pagar también en monedas fuertes a la Unión Soviética el petróleo que hasta ahora han recibido bajo el sistema de trueque. Según se estima, el PNB de la Europa del Este puede bajar en una media del 5'3% este año (en Mayo último el mismo FMI había previsto una caída de menos del 1 por ciento), para mantenerse sin variaciones en 1991.

Los países en vías de desarrollo atribuyen frecuentemente la disminución de sus rentas reales a los elevados tipos de interés y a la desfavorable relación de intercambio. De hecho, sin embargo, tanto o más peso tienen en ello sus políticas imprudentes. Países tales como Chile, Méjico y Ghana han combinado la estabilización económica con ambiciosos programas de reformas estructurales, y han tenido éxito. ¿Qué mejor ejemplo que Ghana, que inició un plan de reformas económicas a principios de los años 80?. Entre 1974 y 1983 su PNB real disminuyó por un total del 20%, mientras el volumen de sus exportaciones se reducía en un 40%. Pero en los seis años anteriores a 1989 la producción aumentó en una media anual del 6%, y las exportaciones en el 12%. Paralelamente, la tasa de inflación media se reducía del 70 al 30 por ciento. El FMI espera que Ghana crezca alrededor del 5% este año.

El Fondo Monetario Internacional, desde luego, ofrece renovadas pruebas de las ventajas de la liberalización económica:

- Los países en vías de desarrollo con tipos de interés reales fuertemente negativos -los cuales, por consiguiente, desalientan el ahorro y promueven la inversión improductiva- tuvieron una expansión media de sólo el 1'6% en el periodo 1983-89, frente al 5'9% de los países con un tipo de interés real positivo.

- Las economías con regímenes comerciales más liberales crecieron el 7'7% anual en 1983-89, frente al 2'2%, únicamente de los países más proteccionistas.

Las recompensas de proseguir las reformas a pesar de las

---

adversas circunstancias podrían ser muy gratificadoras. El FMI predice que el crecimiento de los países en vías de desarrollo alcanzaría el 4'2% el año próximo -con descensos apreciables de la inflación- si los países respetaran sus proyectos de reforma. El pronóstico del Fondo a medio plazo es todavía más optimista. Suponiendo de nuevo que los planes reformistas se mantienen y que el mundo industrial crezca en un 3% anual, los países deudores, como grupo, podrían alcanzar un crecimiento anual medio del 5% en 1992-95.

En cuanto a las llamadas de los países deudores importadores de crudo para que se les proporcionen recursos, lo mejor que los países ricos podrían hacer no es abrirles sus arcas sino sus fronteras. El Fondo calcula que si los aranceles de los países industriales se redujeran en cinco puntos porcentuales, el crecimiento anual del PNB de los países deudores del Tercer Mundo sería 1'5 puntos porcentuales más alto y el volumen de las exportaciones aumentaría en un 4'5% adicional anual.

---

### LA ESCASEZ DE CAPITAL, EL GRAN PROBLEMA

(Tim Carrington, en "The Street Journal")

El posible gran problema con que se habrá de enfrentar la economía mundial no es la falta o escasez de petróleo. Es la insuficiencia de dinero.

Así, mientras los expertos en energía nos transmiten mensajes tranquilizadores que nos hablan de la abundancia de los stocks de crudo o de las posibles fuentes energéticas alternativas, los especialistas financieros no pueden evitar ofrecernos cuadros realmente preocupantes.

Según éstos, las repercusiones de los acontecimientos del Oriente Medio, al añadirse a otros problemas anteriores, harán que el capital sea menos abundante y más caro. Esta será la gran preocupación de los líderes financieros mundiales cuando se reúnan estos días en Washington, con ocasión de las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial.

"No se trata de un desastre, pero sí de una situación inquietante", afirma Alexandre Lamfalussi, director general del Banco Internacional de Pagos de Basilea. "Los bancos se resisten a asumir riesgos en los mercados internacionales".

En realidad se trata esencialmente de un problema de oferta y de demanda. Los grandes suministradores mundiales de capital - Japón y Alemania Federal- se concentran en sus propios países. "Los bancos japoneses repatrián activos y los sitúan en yens. Por otra parte, la demanda de capitales para la reunificación alemana es considerable, mucho mayor de lo que se había previsto".

En el otro lado de la ecuación existe un incremento generalizado de la demanda de recursos. El déficit presupuestario norteamericano puede alcanzar los 250 m.m. de dólares. El Este de Europa está iniciando una costosa reconstrucción. Los países más pobre necesitarán una ayuda adicional para pagar unas facturas de petróleo más caras. Pero aún hay algo más, susceptible de producir terror: el salvamento de la Unión Soviética por parte de Occidente.

Todo o casi todo esto estaba ya más o menos previsto antes incluso de que Saddam Hussein invadiera Kuwait. Así, Alemania había previsto necesitar 66 m.m. de DM este año y 86 m.m. el año próximo para absorber a la RDA. Por otra parte, los inversores institucionales japoneses fueron ya vendedores netos de bonos norteamericanos en la primera mitad del año. Pero la crisis del

---

Golfo ha intensificado estas tendencias, y así, por ejemplo, los mayores precios del petróleo han encarecido el coste de la reconstrucción del Este europeo y han elevado el de la reunificación alemana. El Chase estima que esta operación supondrá un gasto de 85 m.m. de DM este año y de 120 m.m. en 1991. Las instituciones financieras japonesas, por su parte, intentan recuperarse de sus recientes pérdidas, tanto en el interior como en exterior.

El siempre preocupante déficit norteamericano aumentará, sin duda, en una situación como la presente, en que la crisis del Medio Oriente amenaza con traducirse en una recesión. Mientras tanto, el esperado dividendo de la paz va a esfumarse como resultado del envío de una importante fuerza expedicionaria a aquella zona.

Parte del problema puede ser atribuido a la relativamente baja tasa de ahorro de las grandes economías de Occidente. En su último boletín trimestral, el Banco de Inglaterra advertía que si el ahorro no aumenta al compás de la demanda de capital, "los tipos de interés mundiales aumentarán y deberá renunciarse a algunos de los grandes planes de inversión existentes". Como mínimo, señala Norbert Walter, jefe de economistas del Deutsche Bank, "la gente se mostrará precavida, y los que quieran capital a largo plazo deberán pagar más por él".

Los mayores tipos de interés son particularmente entorpecedores en un momento en que algunas de las mayores economías se hallan ante posibles crisis. "La escasez de capital crea una atmósfera de elevados tipos de interés, lo que a su vez incide sobre las presiones recesionistas".

Nadie parece tan perjudicado por esta situación como Norteamérica, pues está obligada a mantener unos tipos altos para continuar atrayendo recursos, lo cual por otra parte le ha de impedir reactivar su economía. Es cierto que en una recesión las empresas no se expanden, por lo que su demanda de capital es menor. Pero este efecto puede ser contrarrestado en este caso por la superior demanda de otras áreas.

El Este europeo y otros países en curso de reforma tienen unos 200 m.m. de dólares de privatizaciones a la vista. El presidente de International Finance Corp., una filial del Banco Mundial, ya ha manifestado que piensa acudir repetidamente al mercado de capitales para expandir la capacidad de su entidad en los años 90...

---





EL GRAFICO DEL MES

---



EL GRAFICO DEL MES

PRECIOS DE PETROLEO Y CRECIMIENTO ECONOMICO

La experiencia empírica de lo acontecido en España en los anteriores choques del precio del petróleo en 1.974 y 1.978, puede ser una buena lección ante la nueva crisis del precio de los crudos de petróleo que está teniendo lugar como consecuencia del conflicto del Golfo Pérsico iniciado en agosto pasado.

Al examinar la evolución histórica del PIB en relación al precio de los crudos de petróleo, aparece evidente que con un retardo de un año el alza del precio del crudo ha tenido siempre un efecto negativo en el crecimiento del PIB. Por el contrario, la reducción de los precios del crudo de petróleo han tenido réplica inmediata en tasas de crecimiento del PIB más elevadas. Una experiencia aleccionadora que debería tenerse en cuenta en la medida que el precio de los crudos de petróleo se mantenga a los altos niveles registrados en el momento en que se redacta este comentario. Treinta y dos dólares por barril, frente a los dieciocho de hace un año, supone incremento relativo superior al 75%. Un dato que de mantenerse en el tiempo y de repetirse la historia, nos llevaría a tasas de crecimiento del PIB en torno al 2% en el futuro inmediato.

El alza del precio del crudo del petróleo en 1.974, al pasar de un precio medio de 4.6 dólares barril en 1.973 a 10.7 dólares en 1.974, ocasionó una fuerte desaceleración en el ritmo de crecimiento del PIB español, que descendió en 1.975 al 0.5%. El relativo sostenimiento del precio de los crudos entre 1.974 y 1.978, permitió la recuperación del PIB con incrementos anuales en torno al 3%.

El segundo choque petrolífero que tuvo su primera incidencia en 1.979, pasando el precio del barril de 13.7 a 18.9 dólares, tuvo efecto fulminante hasta promover la caída

del PIB en 1.981, un fenómeno desconocido en la economía española desde la década de los años cuarenta. La sucesiva elevación del precio del crudo hasta alcanzar la media por barril de 35.3 dólares en 1.982, coincidió con tasas de desarrollo muy reducidas del PIB, insuficientes para mantener el empleo a los niveles alcanzados.

En 1.985 comenzó a ceder el precio del crudo de petróleo hasta situarse ligeramente por debajo de los 30 dólares el barril. Este dato unido a la caída de la cotización del dólar, a partir de 1.986, viene a coincidir con el crecimiento del PIB, a tasa acumulativa anual superior al 5%. Lo que dió lugar a la fase de recuperación de la economía que arrancando del segundo semestre de 1.985 ha tenido vigencia hasta el primer semestre de 1.990.

La interdependencia entre crecimiento económico y precios del petróleo, es tan clara que sería imprudente desconocerla. Si la historia se repite y el precio del crudo del petróleo se mantiene por encima de los veinticinco dólares el barril, la tasa de crecimiento del PIB puede verse sensiblemente afectada, constituyendo un condicionamiento externo que ningún agente económico puede desconocer a la hora de ajustar su comportamiento y sus exigencias.

Partir de esta evidencia parece ser lo que la más elemental prudencia podría aconsejar. Olvidar las lecciones del pasado y no tener en cuenta ese condicionante exterior podría suponer un nuevo retraso en el proceso de convergencia comunitaria que la economía española había iniciado con acierto a partir de 1.985.

EVOLUCION DEL PRECIO DEL PETROLEO Y CRECIMIENTO DEL PIB

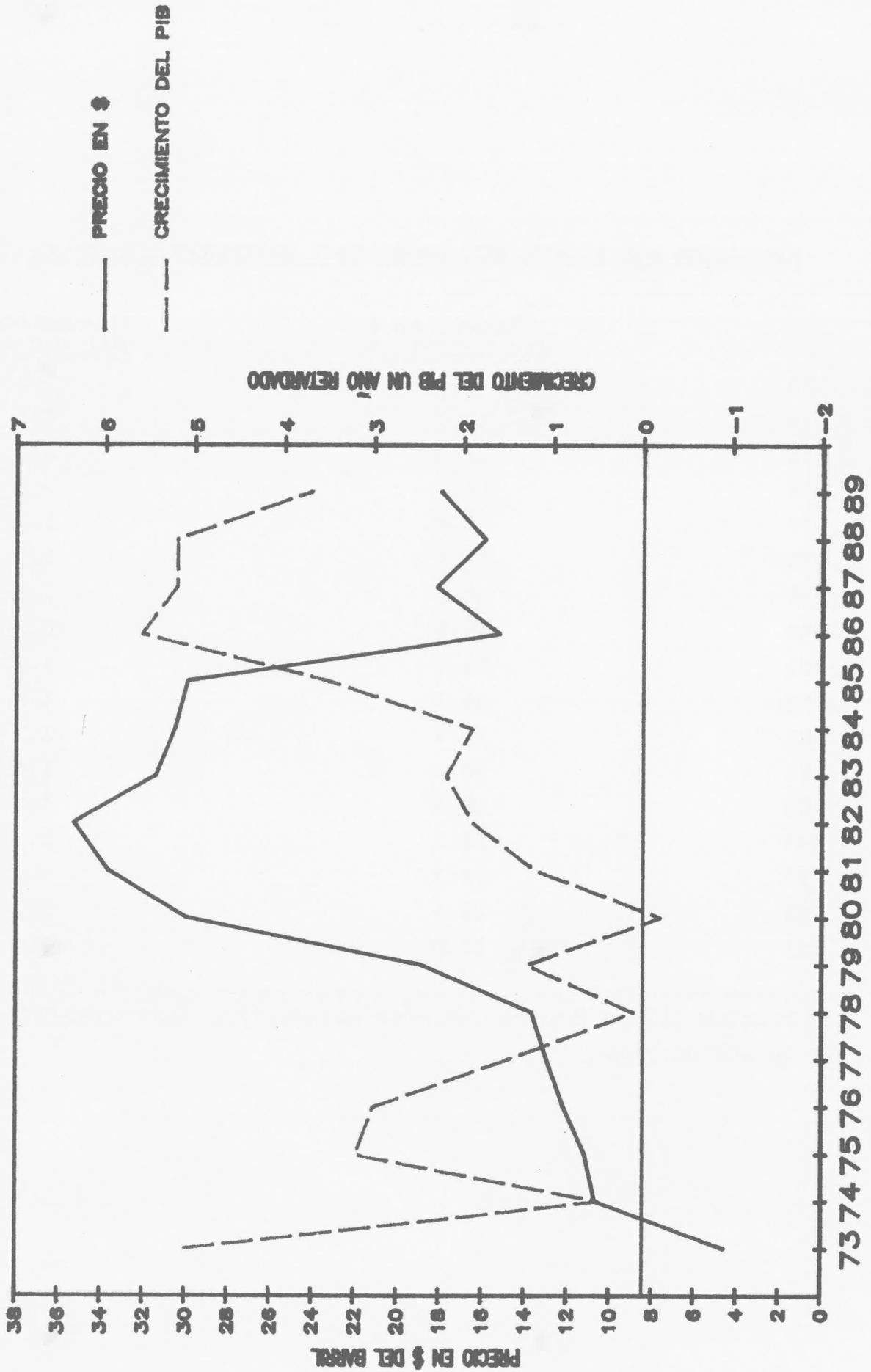
	<u>Precio en \$ del barril (1)</u>	<u>Crecimiento del PIB (2)</u>
1.973	4.6	5.1
1.974	10.7	0.5
1.975	11.2	3.2
1.976	12.2	3.0
1.977	13.0	1.5
1.978	13.7	0.1
1.979	18.9	1.3
1.980	30.0	-0.2
1.981	33.7	1.2
1.982	35.3	1.9
1.983	31.4	2.2
1.984	30.5	1.9
1.985	29.9	3.5
1.986	15.2	5.6
1.987	18.2	5.2
1.988	15.9	5.2
1.989	18.0	3.7

---

(1) Precios CIF en España. Informe Estadístico INH. Cuadro E-7.

(2) Un año después.

**EVOLUCION DEL PRECIO DEL PETROLEO Y CRECIMIENTO DEL PIB.  
(CRECIMIENTO DEL PIB. RETARDADO UN AÑO)**



INSTANTANEA ECONOMICA



**INSTANTANEA ECONOMICA**

**PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA**

**CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA. NUM 42. SEPTIEMBRE 1.990**

CONSUMO DE HIDROCARBUROS, POR COMUNIDADES AUTONOMAS

	MILES DE TM.			PORCENTAJE			PARTICIPACION			DESVIACION RELATIVA		
	EQUIVALENTES DE PETROLEO			DEL TOTAL NACIONAL			EN EL PIB NACIONAL					
	1.973	1.985	1.988	1.973	1.985	1.988	1.973	1.985	1.988	1.973	1.985	1.988
ANDALUCIA	4.408	3.848	4.369	1.437	13.18	13.18	12.60	12.46	12.59	14.0	5.8	4.7
ARAGON	866	1.130	1.454	2.82	3.87	4.39	3.40	3.44	3.39	-17.1	12.5	29.5
ASTURIAS	1.355	909	937	4.42	3.11	2.83	3.29	2.79	2.72	34.3	11.5	4.0
BALEARES	678	617	737	2.21	2.11	2.22	2.41	2.59	2.71	-8.3	-18.5	-18.1
CANTABRIA	585	546	514	1.91	1.87	1.55	1.46	1.34	1.28	30.8	39.6	21.1
CASTILLA- LA MANCHA	1.883	1.496	1.796	6.12	5.14	5.42	3.77	3.35	3.34	62.3	53.4	62.3
CASTILLA Y LEON	1.769	2.467	2.810	5.77	8.45	8.47	6.20	6.03	6.03	-6.9	40.1	40.5
CATALUÑA	6.016	5.029	5.939	19.61	17.23	17.92	20.02	19.31	19.28	-2.0	-10.8	-7.1
COMUNIDAD VALENCIANA	2.636	2.548	3.137	8.59	8.72	9.47	9.61	10.19	10.53	-10.6	-14.4	-10.1
EXTREMADURA	287	473	592	0.94	1.62	1.79	1.91	1.85	1.82	-50.8	-12.4	-1.6
GALICIA	1.281	1.847	2.056	4.17	6.33	6.20	5.44	5.88	5.88	-23.3	7.7	5.4
MADRID	2.173	2.550	3.173	7.08	8.74	9.58	14.61	16.39	15.79	-51.5	-46.7	-39.3
MURCIA	1.326	765	818	4.32	2.62	2.47	2.05	2.19	2.24	110.7	19.6	10.3
NAVARRA	481	547	632	1.57	1.87	1.91	1.51	1.47	1.49	4.0	27.2	28.2
PAIS VASCO	3.056	2.049	2.040	9.96	7.02	6.16	7.61	6.20	6.02	30.9	13.2	2.3
RIOJA (LA)	166	210	253	0.54	0.72	0.76	0.71	0.74	0.73	-23.9	-2.7	4.1
CANARIAS, CEUTA Y MELILLA	1.718	2.160	1.883	5.60	7.40	5.68	3.40	3.78	4.16	64.7	95.8	36.5
ESPAÑA	30.684	29.192	33.138	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	---	---

Fuentes: Consumo de hidrocarburos: Informe Estadístico INH 1.988. Cuadro E-23

PIB por C. Autónomas: Renta Nacional del BBV.

**COMENTARIO:** La elevación del precio de los crudos de petróleo y, consecuentemente, del conjunto de productos refinados e hidrocarburos, puede tener incidencia desigual en la economía de las distintas Comunidades Autónomas, en la medida que su consumo por unidad de producto generado en cada Comunidad es muy distinto.

Resulta evidente que el mayor o menor consumo relativo de hidrocarburos de cada Comunidad resulta afectado por la existencia de centrales termoeléctricas consumidoras de fuel. También el consumo de carburantes (gasolinas y gasóleos) puede estar afectado por el tránsito de vehículos de transporte que se aprovisionan en su recorrido, sin que ello signifique mayor consumo en la Comunidad donde se aprovisionan. Es el caso de Castilla-La Mancha y Castilla y León, que son áreas de paso en las comunicaciones periféricas y de la periferia con Madrid. En general las Comunidades en las que el sector servicios tiene mayor peso en su producción interna, son las que registran menor consumo de productos petrolíferos por unidad de PIB. Es el caso de Madrid, Baleares y Comunidad Valenciana como se muestra en la tabla precedente.

**Comunidades con mayor incidencia relativa del consumo de productos**

**petrolíferos** Referido a los datos de 1.988, últimos disponibles sobre consumo de hidrocarburos, las Comunidades que registran un mayor consumo relativo en relación con su PIB fueron Castilla-La Mancha; Castilla y León; Canarias, Ceuta y Melilla; Navarra y Cantabria. En el caso de las dos Castillas, León, Aragón y Navarra, resulta evidente que su situación geográfica, paso obligado de camiones y otros vehículos automóviles, promueve mayor consumo relativo que el que realmente corresponde al transporte de la propia comunidad. Así, el consumo de gasóleo en 1.988, en estas Comunidades, superó en más del 30% al consumo medio nacional. El mayor consumo de hidrocarburos de Cantabria, Canarias, Ceuta y Melilla, es atribuible al mayor consumo de fuel para la producción de energía eléctrica que dobla en Cantabria y casi triplica en Canarias, Ceuta y Melilla el consumo unitario de la media española.

**Comunidades en las que la incidencia relativa del consumo de**

**hidrocarburos es menor** Las Comunidades Autónomas con incidencia relativa menor del consumo de hidrocarburos fueron en 1.988, Madrid, Baleares, Comunidad Valenciana y Cataluña. El consumo de fuel en Madrid y Comunidad Valenciana y, menos significativamente, en Cataluña, fue claramente menor, en relación a su PIB, que en la media española. El menor consumo de hidrocarburos en Baleares se debe al menor consumo de gasóleos, sin duda por la menor incidencia del transporte por carretera en el archipiélago. En la medida que el transporte marítimo y aéreo, reposte fundamentalmente en los puertos y aeropuertos de la península, se explicaría la aparente anomalía.

**Comunidades que registran un consumo de hidrocarburos concordante con**

**su PIB** País Vasco, Asturias, La Rioja, Andalucía y Extremadura son las Comunidades en las que el consumo de hidrocarburos, se ajusta más en términos relativos, a su PIB. Se trata de Comunidades situadas en la periferia de la península, con la excepción de Extremadura. Los consumos de gasolinas y gasóleos en estas Comunidades se ajustan más rigurosamente a las realmente imputables a su población residente. El caso de Extremadura se explica porque de hecho equivale a una región periférica, en la medida que el tráfico con su vecina Portugal no era todavía muy significativo. Por otra parte el consumo de fuel apenas equivale a la mitad de la media española en términos de PIB.

Otras consideraciones La observación empírica de la situación en 1.973, anterior al primer choque del petróleo, muestra como algunas de las Comunidades Autónomas más dependientes del consumo de petróleo en aquel año (Asturias, Cantabria y País Vasco) fueron más afectadas por la crisis con pérdida significativa en su importancia relativa del PIB nacional. La incidencia del precio del petróleo en la crisis del sector industrial, especialmente en las industrias básicas y pesadas, fué evidente en los anteriores choques petroleros del 73 y 79. Establecer posible paralelismo con los choques petroleros precedentes puede ser arriesgado, pero parece que la incidencia del alza de los precios del crudo no va a ser igual en todas las Comunidades Autónomas, lo que puede afectar al futuro esquema de distribución del PIB de España, desde su óptica espacial.











LOS LIBROS DEL MES

- . LA INDUSTRIA ESPAÑOLA : RECUPERACION,  
ESTRUCTURA Y MERCADO DE TRABAJO.  
J.VELARDE, J.L. GARCÍA DELGADO Y A. PE  
DREÑO, EDITORES.
  
- . NOTICIAS DE LIBROS.



LIBRO DEL MES

LA INDUSTRIA ESPAÑOLA. Recuperación, estructura y mercado de trabajo. Editores: J. Velarde, J.L. García Delgado y A. Pedreño. Economistas. Libros, Madrid 1990, 460 páginas.

La fase de fuerte recuperación que ha vivido la economía española desde la segunda mitad de 1985 hasta la reciente irrupción del conflicto Irak-Kuwait, cuyas consecuencias todavía resulta difícil estimar, ha ido acompañada de importantes cambios en los sectores reales de la economía, y muy especialmente en la industria y en toda una serie de actividades de servicios. Este libro, que en los próximos días estará ya disponible en las librerías, constituye -precisamente- una excelente aportación al conocimiento de la evolución que ha seguido el sector industrial en el último quinquenio, los retos con que se enfrenta en el proceso de incorporación a la CEE y algunas cuestiones -organización industrial, avances tecnológicos, relaciones con la banca y los servicios y mercado de trabajo- que son especialmente relevantes en estos momentos.

La obra integra los textos revisados y actualizados de las ponencias y comunicaciones presentadas en las IV Jornadas de Alicante sobre Economía Española, jornadas que en poco tiempo se han convertido en un excepcional foro donde se debaten -con el rigor y la libertad que caracterizan al mundo académico- los temas clave de nuestra economía. Los quince artículos que componen el libro se han agrupado en cuatro secciones y un epílogo. La primera de ellas incorpora los textos que analizan el proceso de recuperación de la industria española desde 1985 (R. Myro), las políticas aplicadas (A. Petitbó y Buesa y Molero) y las perspectivas ante el Mercado Interior Europeo (J.C. Fariñas). El diagnóstico al que llegan estos expertos tiene -en general- un tono positivo, pero hay coincidencia en señalar que persiste la inadecuada estructura sectorial de la oferta industrial en relación con la demanda y la escasa competitividad de una gran parte de las producciones en las que está especializada la

industria española, y más concretamente las más tradicionales (alimentación, textil, cuero, calzado, vestido y confección, y siderurgia).

La segunda sección la integran tres artículos que exploran el interesante tema de la difusión y/o la concentración territorial de la industria (T. Costa y J. Trullén), partiendo de algunas ideas y realidades extranjeras -los distritos industriales- pero recalando en el análisis de dos ejemplos españoles: Cataluña y la Comunidad Valenciana-. La sección tercera -Industria y Servicios- incorpora otros tantos trabajos de singular interés, dos de ellos (A. Torrero y C. Cuervo-Arango) sobre las relaciones banca-industria, con una postura que favorecerá el compromiso de la banca en el desarrollo industrial, y el último (J.R. Cuadrado y C. del Río) sobre la utilización de servicios por parte de las empresas industriales españolas.

La persistencia del desempleo, los condicionantes del mercado de trabajo y la mayor o menor eficacia de las políticas aplicadas ocupó una de las sesiones de las IV Jornadas de Alicante, con la singular participación del profesor Layard, de la London School of Economics. La cuarta sección del libro recoge los textos revisados de las ponencias presentadas sobre este tema (J. Layard, A. Pedreño, J.L. García y J.I. Palacio), todas ellas muy densas en su contenido pero con un mensaje muy claro: las rigideces legales y los subsidios juegan siempre a favor de la persistencia del desempleo y de la muy negativa segmentación del mercado de trabajo.

El libro se cierra con una versión bastante sintética de la conferencia del Prof. Martín Mateo sobre la intervención pública en la economía y sus paradojas y contradicciones. Un texto que podría parecer algo desenfadado pero que resulta extraordinariamente sugerente y actual.

En definitiva, podemos afirmar que se trata de un libro serio, variado en su contenido y de singular actualidad.

El Sistema Monetario Europeo y el ECU. Descripción y funcionamiento.

Juan Pérez-Campanero

FEDEA, Madrid, 1990, Cuadernos de Economía y Finanzas nº2.54 págs.

La Fundación de Estudios de Economía Aplicada ha editado el segundo número de la serie Cuadernos de Economía y Finanzas. En este caso el tema elegido es de gran actualidad y el tratamiento que le dá su autor es descriptivo y didáctico, por lo que es una obra muy interesante para quienes quieran conocer mejor el funcionamiento y perspectivas del SME. No se trata de una obra de investigación inédita pero informa y actualiza algunos aspectos relacionados con los mecanismos de cambios e intervención del S.M.E.. Describe y explica la formación del ECU, y del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), que desempeña funciones relacionadas con la creación de ECU y gestiona algunas facilidades financieras. Y en una segunda parte trata los proyectos de la Unión Monetaria Europea. En general es una obra técnica actual y escrita con gran claridad que facilitará la comprensión del estado actual del proceso de evolución del Sistema Monetario Europeo y de las perspectivas futuras del mismo.

La apertura de los mercados del este europeo, condicionamiento y consecuencias.

Juergen B. Donges

Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1990, Colección Punto de Vista, 46 págs.

En esta breve publicación, Juergen B. Douges, conocido catedrático de la Universidad de Colonia, trata de abarcar el amplísimo tema del papel y los efectos que pueden desempeñar o inducir en un futuro próximo las economías de los países del Este de Europa. La escasa extensión dificulta un análisis pormenorizado pero no impide hacer una interesante exposición de las reformas que deberían emprender los países del Este para lograr la integración de sus economías en la economía mundial. El autor basa y fundamenta sus explicaciones las en los principios básicos de la teoría económica y en la experiencia histórica. De esta manera sugiere cómo se debería articular la apertura de una economía al exterior. Además, revisa a grandes rasgos la evolución en el pasado del comercio Este-Oeste y ofrece una interesante explicación de las últimas reformas acometidas por estos países. Por último, muestra su opinión sobre las implicaciones internacionales de la construcción de una nueva Europa económica dedicando una atención especial al papel de Alemania en este contexto. Es una obra muy atractiva que permitirá al lector conocer en muy pocas páginas los datos básicos de la situación actual en las economías de los países del Este y le ayudará a comprender mejor los efectos de la transformación que se está produciendo en estos países.

El Análisis Financiero de la incertidumbre

Ana María Gil Lafuente

Ariel Economía, Barcelona, 1990, 160 págs.

En el presente se están produciendo cambios muy rápidos y profundos a los que no es ajeno el entorno económico que sirve de referencia a las decisiones del empresario. Este libro se inicia destacando la obsolescencia de algunas técnicas clásicas para abordar problemas de decisión relacionados con la incertidumbre y explica a continuación lo que, a juicio de la autora, sería un adecuado tratamiento de la realidad financiera empresarial. En diversos capítulos se tratan los elementos clásicos del análisis financiero y se reformulan algunos de ellos como son el Fondo de Maniobra, el Cash-flow, los ratios financieros, las nociones de riesgo y umbral de rentabilidad, el coste de capital y la estructura financiera de la empresa. Es un texto con una redacción clara bien expuesto y de muy fácil comprensión, que trata un tema tradicional desde la perspectiva poco frecuente de la incertidumbre.

Sector Exterior. 1989

Secretaría de Estado, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1990, 197 págs.

Acaba de publicarse la edición que contiene las cifras de comercio exterior para el año 1989. Esta es la cuarta vez que se publica este informe estadístico en el que se pretende sintetizar la información disponible sobre la evolución del Comercio exterior y la Balanza de Pagos, así como analizar los factores explicativos de su comportamiento. La última edición contiene seis capítulos, los dos primeros de carácter general sobre la economía mundial y española, el cuarto sobre la financiación del comercio exterior y seguro de crédito a la exportación y en los otros tres se analizan respectivamente el comercio exterior de España, la balanza de servicios, rentas y transferencias, y los movimiento de capitales. La información contenida en esta publicación es abundante y detallada por lo que será muy útil como fuente estadística y además orientará al lector sobre la evolución de las diferentes balanzas del Sector Exterior.

Las Bolsas de Valores en España

José Enrique Cachon Blanco

Gesmadrid/Eurogestion S.V.B., Madrid, 1990, 429 págs.

A pesar de la importancia actual de la Bolsa, no es frecuente encontrar una información general y de cierto nivel, que permita el ahorrador o a cualquier interesado conocer mejor diversos aspectos de la misma. En este libro se recogen distintas, explicaciones sobre la Bolsa en sí misma o sobre instituciones relacionadas con ella, de carácter técnico y práctico. El mismo autor lo califica como de manual de segundo curso, pero creemos que puede empezar a utilizarlo cualquiera de primer curso y también que podría ser conservado para consultas selectivas por quienes conozcan mejor y estén más relacionados con este mundo. El texto aparte de la sencillez en el tratamiento de los temas, tiene la virtud de referirse a aspectos que, aunque estén muy relacionados con la inversión de la Bolsa, no suelen ser tratados en otros libros, como son los aspectos fiscales y el sector exterior. No obstante el libro se centra en explicar como acceder a Bolsa que ventajas tiene, como valorar las inversiones, se describen las clases de operaciones y de mercados existentes, y explica algo de matemática bursátil y de la gestión de carteras. Es una obra interesante por el tema que trata pero sobre todo lo es por su amplitud y variedad y por el carácter didáctico que tiene.

Annual Report 1990

Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., 1990, 177 págs.

Como cada año se acaba de difundir el Informe Anual del FMI. En el Informe se da cuenta, una vez más, en primer lugar, desde una perspectiva general, de la política económica desarrollada, por una parte, en los países desarrollados y, por otra, en los países subdesarrollados, y del comercio, las balanzas de pagos y la financiación de la deuda internacional. En segundo lugar, se desarrolla un análisis por países empezando por los siete grandes y siguiendo por otros países industriales más pequeños, por los países subdesarrollados y por las economías de los países del Este de Europa. Y, por último, se tratan temas como la situación de la deuda externa, las ayudas financieras a los países miembros, las políticas comerciales y la financiación del Fondo. Es interesante señalar aquí que se trata del Informe Anual cuya colaboración se culminó a finales de Julio por lo que no se incluye ninguna referencia a la Crisis del Golfo, no obstante se ha anunciado ya un análisis detallado de la problemática relacionada con los efectos económicos de la invasión de Kuwait.

- Datos Básicos de las Bolsas 1989(49 págs.).
- Cuadros Resumen-Estadísticos de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores registrados en 1989.(64 págs.).
- Información Económica y Estadística de las Sociedades y Agencias de Valores Registrados en 1989.(76 págs.).
- Cuadros Resumen-Estadísticos de las Instituciones de inversión colectiva.(29 págs.).

Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 1990

La recientemente creada Comisión Nacional del Mercado de Valores ha iniciado la publicación de varias estadísticas de periodicidad anual. Las cuatro primeras obras, cuyos títulos se indican arriba, recogen información estadística muy interesante sobre la evolución de la Bolsa y de las Sociedades y Agencias de Valores.

En los Datos Básicos de las Bolsas se recoge información desagregada referente entre otras cosas al número de sociedades admitidas a negociación y/a las cifras de contratación efectiva, todo ello para el conjunto y para cada una de las cuatro Bolsas y, también, se da una relación de las sociedades admitidas a negociación por sectores e índices de contratación.

En los Cuadros Resumen-Estadísticos de las Emisiones y ofertas Públicas de Venta de Valores Registrados en 1989, se reflejan las cifras de ampliaciones de capital realizadas en dicho año, el número de expedientes tramitados y el importe efectivo de las mismas, se incluye información sobre las ofertas públicas de venta de acciones y también se da una lista con el nombre del emisor de la ampliación.

En la Información Económica y Estadística de las Sociedades y Agencias de Valores Registradas en 1989, se recoge entre otras cosas el número de Sociedades de Valores, Agencias de Valores y Agentes individuales que participan en la Bolsa, se dan los Balances de las mismas y otros datos económicos, la relación de miembros de Bolsa y su cuota de participación en términos del volumen de contratación y, por último, se añade una lista en la que se indican los propietarios, directores, direcciones y otras características de cada una de las Sociedades y Agencias de Valores.

En los Cuadros Resumen-Estadísticos de las Instituciones de Inversión Colectiva 1989, se incluyen los nombres y número de instituciones de inversión colectiva existentes en este período, la distribución del patrimonio y una lista de los Fondos de Inversión Mobiliario. También se ofrece una clasificación de estos Fondos según su grado de rentabilidad y una lista de los Grupos Financieros y Gestoras con indicación de los Fondos de Inversión Mobiliaria que pertenecen a cada Grupo.



