

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL
RESERVADO**

LA CRISIS DE LOS BENEFICIOS
EMPRESARIALES

Cuaderno N° 44/45

Noviembre/
Diciembre/
1990



Fundación Fondo
para la
Investigación
Económica y Social

Obra Social
de la Confederación
Española
de Cajas de Ahorros

Ejemplar núm.

LA CRISIS DE LOS BENEFICIOS
EMPRESARIALES

Cuaderno N° 44/45

Noviembre/
Diciembre/
1990

S U M A R I O

PRESENTACION

ECONOMIA ESPAÑOLA

- . Presentación de "Los resultados de la Central de Balances de 1989"
Mariano Rubio
- . Presentación de la Monografía "Central de Balances 1989"
- . La situación empresarial en España (1982-1989)
Juan Antonio Maroto
- . Comentario sobre "La empresa española: estructura y resultados", de
Eduardo Bueno Campos
José Manuel González Carrasco
- . Los espacios regionales en la nueva Europa

ECONOMIA INTERNACIONAL

- . ¿Necesita el mercado único una moneda única?
Juan Pérez Campanero
- . La Comisión CEE: L'impact sectoriel de Marché Interieur sur l'Indus-
trie
A. Lafuente

SISTEMA FINANCIERO

- . Pagarés del Tesoro, financiación del déficit público y opacidad fiscal
Analistas Financieros Internacionales, S.A.
- . III Simposio de Moneda y Crédito

RESUMEN DE PRENSA

La información económica en la prensa internacional

ARTICULO DEL MES

- . La integración financiera internacional, el equilibrio exterior y la
estabilidad financiera
Alexandre Lamfalussy

GRAFICO DEL MES

- . Nivel de apertura de la economía española

INSTANTÁNEA ECONÓMICA

- . Evolución del IPC por Comunidades Autónomas

... / ...

LOS LIBROS DEL MES

- . La cuestión colonial y la economía clásica, de Carlos Rodríguez Braun
Francisco Cabrillo
- . Unity with diversity in the European Economie, de Braga y Bliss
José Manuel González-Páramo
- . Comentarios a la Ley General de Cooperativas, de Paz Canalejo y
V. Chuliá
Antonio de la Fuente García
- . Anuario del Mercado Español, 1990. BANESTO
José Luis Barba

NOTICIA DE LIBROS

JULIO SEGURA, premio Rey Juan Carlos de Economía, 1990
Paulina Beato

PRESENTACION

Este nuevo número de Cuadernos de Información Económica, con que se cierra su compromiso editorial en 1989, es siguiendo la aún joven tradición de esta publicación, doble (44/45), respetando con ello la pausa impuesta por las cercanas festividades navideñas y la recepción de un nuevo año. Quienes elaboramos "Cuadernos" en la confianza de que nuestro esfuerzo -y el que solicitamos y amablemente obtenemos de nuestros colaboradores- sea útil para nutrir con diligencia la información económica de los lectores, aprovechamos, un año más, la oportunidad que este último número del año nos brinda, para desear con toda cordialidad a nuestros lectores, colaboradores y a todos los que con su esfuerzo y apoyo hacen posible la publicación de Cuadernos de Información Económica, una feliz Navidad y un año 1991 pleno de prosperidad y de logros en sus metas personales.

El carácter doble del presente número, permite abordar en su contenido una pluralidad de temas en cada una de las tres áreas en que propende a parcelar su contenido Cuadernos de Información Económica: Economía española, economía internacional y sistema financiero.

Desgraciadamente, pese a nuestros sinceros deseos de felicidad, antes expresados, la fidelidad a la información veraz, nos obliga a iniciar el presente número con un tema poco halagüeño sobre el que recientemente han confluído diferentes fuentes informativas: la crisis de los beneficios de las empresas españolas no financieras.

En efecto, el pasado 15 de noviembre el Gobernador del Banco de España presentaba en APD los resultados de la Central de Balances que incorporan por vez primera una serie histórica de información referida a un colectivo empresarial que en 1989 se

cifra en 4.656 empresas. Serie histórica que recoge datos definitivos del período 1981-1987, datos provisionales de 1988 y un avance de 1989. El lector de "Cuadernos" encontrará en este número, junto al texto íntegro del discurso del Gobernador en dicho acto de presentación, una nota técnica sobre la información suministrada por la Central de Balances y un amplio y documentado comentario del Profesor Juan A. Maroto sobre la situación de la empresa española.

Por otra parte la Comisión Nacional del Mercado de Valores acaba de hacer público un avance relativo a los resultados de las 150 sociedades con mayor contratación bursátil en el tercer trimestre de 1990.

Finalmente, el Instituto de Estudios Económicos ha procedido a la segunda edición actualizada de la obra colectiva dirigida por el Profesor Eduardo Bueno Campos sobre "La empresa española: estructura y resultados" sobre la que se incorpora un extenso comentario preparado por el Profesor José M. Rodríguez Carrasco.

¿Qué mensaje transmiten estos estudios y trabajos?. Cinco aspectos se revelan como particularmente importantes:

1º) En 1989, se ha producido una flexión en el proceso de crecimiento de los resultados de las empresas no financieras españolas que se inició en 1986, tras el período de ajuste que siguió a la crisis económica. Según la Central de Balances los resultados brutos de explotación pasan de un crecimiento del 13% en 1988 al 4,5% en 1989. El avance de los resultados netos aún experimentan una pausa más significativa: del 46,4% en 1988 al 11,8% en 1989.

2º) Las cifras de resultados de las 150 empresas con mayor contratación bursátil, publicados por la CNMV para los nueve primeros meses del año, parecen confirmar para 1990 la continuidad de ese cambio de tendencia que la Central de Balances del Banco de España muestra para 1989. Estos son los datos básicos:

*Variación der los resultados antes de impuestos
de las 150 sociedades con mayor contratación bur
sátil (% sobre el mismo período del año anterior)*

<i>Sectores</i>	<i>Acumulado</i>
	<u><i>III Trimestre 1990/1989</i></u>
<i>Energía y Agua</i>	15,9
<i>Metálicas básicas</i>	- 70,2
<i>Cemento y Mat. construcción</i>	10,5
<i>Industria Química</i>	10,9
<i>Transformación de metales</i>	- 30,6
<i>Otras industrias de transformación</i>	- 39,8
<i>Construcción</i>	72,7
<i>Transporte y comunicación</i>	10,4
<i>Otros servicios</i>	- 7,4
<i>Instituciones financieras</i>	8,2
<i>Inmobiliarias</i>	15,7
<i>TOTAL</i>	4,9

32) Las causas más significativas de ese cambio acusado de tendencia en los resultados empresariales son los siguientes:

a) La caída en la tasa de incremento de la actividad. La producción de las empresas consideradas en la Central de Balances, reduce su tasa de incremento desde el 11% en 1988 al 9% en 1989.

b) El incremento de los costes laborales, desvinculado de las ganancias en la productividad, que en 1989 crecen al 13% frente al crecimiento más moderado del 10% en 1988.

c) La elevación de los costes financieros con un aumento de

8,7% en 1989 frente al 5,3% en 1988.

d) El deterioro incipiente de la estructura financiera de las empresas que por vez primera paraliza en 1989 su tendencia creciente en el proceso de autofinanciación.

40) Pese a los cambios señalados, en 1989 los datos aún destacan el mantenimiento de una estructura patrimonial saneada en el colectivo de empresas no financieras.

50) El estudio del equipo dirigido por el Profesor Bueno, apunta, entre otras cosas, la mala situación comparativa en la competitividad de las empresas españolas (un reciente estudio del World Management Forum, tras analizar la competitividad en 22 países de la OCDE, sitúa a España, precisamente, en el lugar 22) y destaca los factores significativos tales como la rigidez del mercado de trabajo y la lenta renovación de equipos productores en las empresas españolas.

Un panorama no muy esperanzador y sobre cuya gran trascendencia para el crecimiento estable de la economía española en el futuro, no parece existir una clara conciencia en la sociedad. Hace años un destacado político alemán, Helmut Schmidt afirmaba: "los excedentes de las empresas de hoy son las inversiones de mañana y las inversiones de mañana son los empleos de pasado mañana". Pese a la forma dramática en que la economía española contrastó en su propia evolución económica la veracidad de esta afirmación a lo largo de la prolongada y profunda crisis que va de 1975 a 1985, existen aún muchas personas que, con visión limitada, contemplan con indiferencia, cuando no con satisfacción no disimulada, la crisis de los excedentes empresariales, como si éste fuese un problema de la exclusiva competencia de la clase empresarial. Incluso no faltan quienes contemplan el crecimiento salarial inmoderado como un camino posible de redistribuir la renta, a costa de los beneficios, sin afectar al crecimiento y al nivel de empleo de la economía.

Desgraciadamente la economía, que es una ciencia que se basa en comportamientos más que en voluntarismos, ha mostrado reiteradamente que el mantenimiento de los excedentes empresariales constituyen un elemento fundamental para el proceso inversor de las empresas ya que ninguna inversión está fundamentada sólidamente sin la existencia de excedentes empresariales, y que la inversión es el único medio de incrementar la productividad y el empleo en una sociedad moderna.

No es pues buena noticia la desaceleración -y en algunos sectores caída- de la tasa de beneficios empresariales porque nuestra propia experiencia próxima nos muestra con toda elocuencia, las dificultades de recomposición del excedente y el tiempo y perseverancia que se precisan para alentar de nuevo el proceso inversor, una vez que éste ha perdido dinamismo.

El panorama informativo sobre la economía española se completa con la crónica de dos recientes reuniones sobre temas de indudable interés.

La nota "Los espacios regionales en la nueva Europa" da cuenta de la XVI Reunión de Estudios Regionales celebrada en San Sebastián a final de noviembre que centró su atención en tres áreas temáticas: las transformaciones de las relaciones españolas en Europa, las relaciones entre las instituciones comunitarias y las regiones de la CEE y el pasado y futuro de las regiones europeas. Un tema importante planteado en esta reunión, es el mayor dinamismo que se observa en el crecimiento de algunas zonas y ejes del espacio comunitario frente a la relativa marginación de otras lo que obliga a planificar la creación de infraestructuras y a diseñar las políticas sectoriales y regionales en función de la evolución previsible de los ejes futuros del desarrollo europeo.

En el campo de la Economía Internacional, este número de Cuadernos ofrece a sus lectores el comentario sobre dos importan-

tes Informes de la Comisión de la Comunidad Europea.

El primero de ellos, titulado "Un Mercado , Una Moneda" pretende ser una valoración completa de los efectos económicos positivos y negativos de las distintas alternativas sobre la Unión Económica y Monetaria Europea. El comentario realizado por Juan Pérez-Campanero ofrece una síntesis rigurosa de los principales puntos del Informe y aporta una visión crítica de algunas de sus argumentaciones.

El segundo Informe aborda un tema más concreto: "El impacto sectorial del mercado interior sobre la industria" y trata de evaluar los ajustes estructurales que pueden derivarse en el avance de la dinámica competitiva en los mercados industriales de la Comunidad Europea. El Profesor Alberto Lafuente comenta para "Cuadernos" el contenido de este Informe, cuya lectura -afirma- permite conocer la situación, problemas y evolución previsible de las diferentes industrias de los países comunitarios así como la geografía de los sectores más sensibles al mercado interior.

En los temas relativos al Sistema Financiero, Analistas Financieros Internacionales estudian en su periódica colaboración, el papel de los pagarés del Tesoro y de otros instrumentos financieros sobre la denominada opacidad fiscal. Los saldos vivos de los activos financieros más característicos que han podido amparar ocultación fiscal, que alcanzaron su máximo a mediados de 1989 con más de 6,8 billones de pesetas, se sitúan aún en junio de 1990 en 4,7 billones de pesetas. Casi la mitad de su cifra son Pagarés del Tesoro. El trabajo también contiene interesantes observaciones sobre el futuro de los Pagarés del Tesoro, teniendo en cuenta la progresiva reducción del coeficiente obligatorio de las entidades financieras hasta su total desaparición en 1992.

Por otra parte, en esta sección, se da cuenta de las principales aportaciones del III Simposio de Moneda y Crédito, celebrado los días 19 y 20 de noviembre sobre el sugerente tema "La

fiscalidad española: problemas económicos". Las ponencias apuntan a la conveniencia de diseñar coherentemente las políticas de fomento del ahorro por estimar efectivamente el ahorro nacional, habida cuenta de la sustituibilidad entre ahorro público y privado, y entre las diferentes fuentes de ahorro privado (familias y empresas) entre sí, junto con otras consideraciones relativas a la armonización de la imposición de las rentas del capital en la CEE y al fraude fiscal.

La información económica en la prensa internacional, se complementa con el artículo del mes que, en este número, cuenta con el texto del importante discurso pronunciado por el Director General del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, Alexandre Lamfalussy, ante la Asociación Económica Finlandesa sobre el tema "La integración financiera internacional, el equilibrio exterior y la estabilidad financiera".

Cuadernos de Información Económica desea agradecer expresamente al Sr. Lamfalussy su autorización para publicar este valioso documento. El autor parte de la consideración de tres fenómenos irreversibles que determinan el proceso reciente de transformación experimentada en el mundo financiero: la internacionalización, la desregulación y el avance de la tecnología aplicada al tratamiento de la información. Estos factores han producido un proceso creciente de innovación y un sustancial aumento de las operaciones financieras transfronterizas, cuyos beneficios y costes se analizan por A. Lamfalussy, poniendo especial énfasis en los aumentos del riesgo que el nuevo mundo financiero comporta, lo que obliga a plantearse con urgencia el tema de cómo gestionar un mundo financieramente integrado. Es obvio que en ese contexto la coordinación y cooperación internacionales adquieren una importancia creciente.

El Gráfico del mes refleja el "grado de apertura de la economía española, medido por el cociente respecto al PIB de exportaciones, importaciones, y capital a largo plazo, entre 1975 y 1989. El gráfico muestra el elevado grado de apertura de la eco-

nomía española que si en 1975 representaba un 35,8% del PIB, en 1989 alcanza el 57,8% de dicha magnitud, pero también destaca cómo, desde 1984, la proporción sobre el PIB de la exportación de bienes y servicios se ha venido reduciendo (del 23,7 al 17,9) mientras que la de la importación viene creciendo desde 1986. Unos hechos que invitan a reflexionar sobre la necesaria mejora en la competitividad de los productos españoles.

Por su parte la Instantánea Económica, recoge los datos sobre la evolución del Índice de Precios de Consumo por Comunidades Autónomas. En 1990 se observa una mayor dispersión respecto a la media española que en el pasado, siendo siendo Canarias la región con menor crecimiento y La Rioja y Navarra las que acusan una mayor evolución alcista de los precios.

Una nutrida selección de obras componen, en este número las recomendaciones de lectura que integran los libros del mes y las noticias de libros, con la esperanza de que las fiestas de Navidad y año nuevo permitan a nuestros lectores sustraer de sus ocupaciones habituales una mayor cuota de tiempo para enriquecer su acervo bibliográfico.

Esta es también la razón de que la primera recomendación que se formula: "La cuestión colonial y la economía clásica" de Carlos Rodríguez Braun, sea una obra con una dimensión histórica y cultural cuya temática y excelente prosa, requieren una lectura más pausada que la de otras obras con un contenido más pragmático directamente relacionado con las actividades profesionales. El profesor Rodríguez Braun plantea la posición de los economistas de la escuela clásica inglesa, desde A. Smith hasta Marx, sobre la cuestión colonial y sustenta la tesis de que, pese a su abierto enfrentamiento a la doctrina mercantilista, ninguno defendió la emancipación de las colonias.

La reseña de esta obra realizada por el Profesor Francisco Cabrillo, plantea sugerentemente su contenido e invita a su lectura.

El segundo libro de lectura sugerida en este número es una obra colectiva editada por C. Bliss y J. Braga de Macedo y recoge un conjunto de importantes colaboraciones que tratan de arrojar luz sobre la tensión dialéctica entre el proceso de ampliación de la CEE con países del sur de Europa, que presentan notables grados de divergencia respecto a los países comunitarios centrales y la impulsión desde 1985 del proceso de construcción del Mercado Unico.

La importancia del tema, la calidad de las colaboraciones que incluye, y la categoría profesional de los autores, obligarán en el futuro a ocuparse con más detalle de su contenido en próximos números de Cuadernos. Quede, sin embargo, aquí constancia de su edición y del interés de su análisis.

Una tercera publicación reciente reclama un espacio en esta sección de libros del mes: la 26ª edición del Anuario del Mercado Español, 1990, realizado por Banesto. José Luis Barba explica con precisión en su reseña el contenido de esta obra y su utilidad para los estudios de mercado.

Finalmente, Antonio de la Fuente reseña para "Cuadernos" la obra de Paz Canalejo y Vicent Chuliá "Comentarios a la Ley General de Cooperativas" de indudable interés para los estudiosos del movimiento cooperativo español que comprende como es obvio los aspectos especiales de las cooperativas de crédito.

Un año más Cuadernos de Información Económica tiene la oportunidad de felicitar, desde sus páginas, en esta ocasión a través de la nota elaborada por Paulina Beato, a un nuevo galardonado con el Premio de Economía Rey Juan Carlos I, instituido por la Fundación Celma Prieto, y que en su tercera edición, la correspondiente a 1990, ha recaído en el prestigioso economista Julio Segura Sánchez, Catedrático de Teoría Económica de la Universidad Complutense de Madrid, Director General de la Fundación Empresa Pública y con cuya frecuente colaboración, en sus publicaciones e investigaciones, ha venido honrándose la Fundación FIES, a lo largo de los últimos años.

ECONOMIA ESPAÑOLA

PRESENTACION DE "LOS RESULTADOS DE LA CENTRAL DE BALANCES"

Intervención del Gobernador del Banco de España, D. Mariano Rubio,
en el acto organizado por APD, el 15 de noviembre de 1990

Señoras y señores:

Por octavo año consecutivo nos reunimos, bajo el auspicio de la Asociación para el Progreso de la Dirección, para comentar los resultados de las empresas no financieras que envían su información a la Central de Balances del Banco de España. La monografía distribuida en esta ocasión recoge una amplia síntesis de toda la información disponible en la Central de Balances, referida a los años 1982-1989. Con ello, el Banco de España trata de estimular el análisis de la problemática de la empresa española en un período tan importante para la reflexión como el referido.

La Central de Balances ha seguido contactando, en 1990, con la colaboración de las empresas en la misma medida que en años anteriores. Sin embargo, su contribución ha supuesto, esta vez, un esfuerzo especial, ya que el proceso de recogida de información ha coincidido con la entrada en vigor de la Ley 19/1989, de adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades.

Este texto legal establece que las empresas deben depositar sus estados contables en los registros mercantiles, lo cual implica una nueva carga para ellas y sugiere la conveniencia de coordinar las acciones de aquellas instituciones que, desde una u otra posición, hacen este tipo de requerimientos. Por esta razón la Dirección General de los Registros y del Notariado, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas y el Banco de España están estudiando la manera de conciliar la obligación legal con el aprovechamiento estadístico de los datos proporcionados por las empresas.

La magnífica colaboración del instituto de contabilidad y de la Dirección General de Registros nos permite abrigar esperanzas muy fundadas de que, en el futuro, los analistas tendrán amplio acceso a una información que cada día se revela más necesaria para el análisis económico. Quiero, pues, aprovechar esta ocasión para agradecer a ambas instituciones la ayuda que nos están prestando.

El mantenimiento e incremento de la información contable no es un problema circunscrito a nuestras fronteras. Concretamente, se está trabajando en la creación de la

Central de Balances Europea. El Banco de España se propone consultar próximamente a las empresas colaboradoras sobre su disposición a contribuir a la formación de dicha central y sobre los términos en que desearían hacerlo, con el fin de decidir su adscripción o no al proyecto. La consulta es necesaria, ya que dicha asociación implica, en la práctica, un convenio de intercambio de información que, en nuestro caso, ha sido obtenida con garantías de confidencialidad.

* * *

Permítanme pensar, sin más dilaciones, al comentario de los rasgos más destacables de los resultados de las empresas no financieras que remiten información a la Central de Balances. Los datos recibidos, relativos a 1989, ponen de manifiesto que en este año se produjo una quiebra en la trayectoria de mejora continuada de la situación de las empresas, que había fundamentado una de los períodos, más brillantes de crecimiento de la actividad, la formación de capital y, sobre todo, de la creación de empleo de la historia española contemporánea. Esta ruptura se hace patente en la caída de las tasas de actividad, rentabilidad y autofinanciación de las empresas, que han originado, a su vez, un mayor endeudamiento y un aumento significativo de los gastos financieros.

El *producto* de las empresas no financieras -medido por el valor añadido bruto al coste de los factores- redujo su tasa de avance desde 11% en 1988 a 9% en 1989. Al mismo tiempo, los *gastos de personal* intensificaron su ritmo de aumento desde 10% en 1988 a 13% en 1989; y ello, en parte, como resultado de crecimiento del *empleo*, que llegó a alcanzar el pico más elevado de los últimos años, 2,4%, pero sobre todo como consecuencia de un fuerte crecimiento de la *remuneración media* por trabajador, que aumentó un 10% frente al 8% en 1988. Este efecto cruzado de desaceleración del producto y de fuerte empuje de los salarios disminuyó el crecimiento de los *resultados brutos de explotación* desde el 13% en 1988 al 4,5% en 1989.

Al margen de las rentas generadas en su actividad productiva, las empresas reciben intereses, dividendos y otros productos de sus colocaciones financieras y, como Vds. bien saben, pagan intereses a sus acreedores. Pues bien, mientras que en los años anteriores a 1989 el neto de estas partidas contribuyó a acrecentar el flujo total de recursos generados por las empresas y a hacerlo crecer a ritmos superiores a los resultados de explotación, el pasado año las tasas de avance de ambos fueron muy similares. Así, el crecimiento del flujo de *recursos generados*, que había sido del 22% en 1988, cayó también al 4,5% en 1989.

Esta evolución se explica, fundamentalmente, por un aumento de los *gastos financieros* del 9%. Con ello se rompió el "círculo virtuoso" de años precedentes, en los que los buenos resultados de explotación contribuyeron a reducir la dependencia de las empresas de la financiación ajena, a disminuir sus gastos financieros y a aumentar el total de recursos generados por ellas.

Gracias, sin embargo, a una cifra moderada de amortizaciones, y sobre todo a la reducción de la dotación de provisiones de explotación e insolvencia, el resultado neto antes de impuestos creció un 12%. Esta cifra, si bien muy inferior a la de 1988, da una impresión menos dramática sobre el cambio de tendencia de los resultados de las empresas en 1989.

Cabe sospechar, sin embargo, que la partida de provisiones y proviciones, y quizá también la de amortizaciones, se han infravalorado por muchas empresas para mejorar sus resultados. De ser así, los recursos generados nos darían una visión más exacta del empeoramiento que se produjo el año pasado en la evolución financiera de las empresas, que tuvo un claro reflejo en la política de distribución de dividendos: éstos aumentaron sólo un 3,5%. A pesar de ello, el ahorro bruto aumento un 5,5%, comparado con un 23% en 1988.

Todo parece indicar que en 1990 ha continuado la tendencia iniciada en 1989. Según la información proporcionada por la Comisión Nacional de Valores, la desaceleración del producto se ha acentuado, el aumento de los costes laborales ha seguido incrementándose a tasas del orden del 10% y el resultado bruto de explotación ha mostrado tasa de aumento muy similares a las del año anterior. No parece, pues, aventurado pronosticar que las cuentas de resultados de este año mostrarían una acentuación de los fenómenos surgidos en 1989.

Como ya he señalado antes, el debilitamiento de la autofinanciación condujo en 1989 a una mayor dependencia de la financiación ajena. En efecto, los recursos internos disponibles para hacer frente a la inversión -es decir, la autofinanciación bruta más las transferencias de capital- crecieron sólo un 2% (frente al 25% en 1988) y resultaron insuficientes para financiar la adquisición de equipos productivos, que siguió mostrando un gran dinamismo. La formación de capital de las empresas incluidas en la Central de Balances mantuvo, de hecho, en 1989 una tasa de crecimiento muy elevada: 35% frente a 27% en 1988.

En definitiva, por primera vez desde 1985, las empresas necesitaron financiación ajena neta para cubrir el flujo anual de formación de capital. A pesar de la reducción operada en los fondos de tesorería y de la moderación del crecimiento de las carteras de títulos y de crédito comercial, las empresas hubieron de intensificar su recurso a los mercados crediticios. Durante los tres años del período 1986-88, el conjunto de empresas de la Central tuvo capacidad de financiación del orden de los doscientos mil millones por año, mientras que en 1989 tuvo una necesidad de financiación cerca de trescientos mil millones. Este vuelco financiero explica las tensiones en los últimos tiempos en los tipos de interés y el empeoramiento del déficit corriente de la balanza de pagos.

Si analizamos ahora la distribución del valor añadido bruto de las empresas, es decir del producto que han generado una vez deducido el consumo de materias primas y los

impuestos indirectos, resulta que en 1989 el 58% fue gastos de personal, el ahorro bruto ascendió al 24% y a la distribución de dividendos se dedico el 7%. Creo que estas cifras son bastantes indicativas de lo que ocurrirá si los gastos de personal siguen creciendo a tasas elevadas. Como, en las condiciones actuales de los mercados, las empresas no podrán trasladar totalmente el aumento de los costes unitarios a los precios, el valor añadido continuará creciendo menos que los costes laborales. Ello supondrá que el ahorro bruto caerá fuertemente, ya que, por mucho que se redujeran los dividendos, el resultado sería necesariamente pequeño, dado el reducido volumen de esta magnitud. La caída del ahorro bruto reducirá, a su vez, los Fondos disponibles para financiar nuevas inversiones, ya que no podrá ser compensado con un crecimiento suficiente del endeudamiento de las empresas de la coyuntura financiera actual.

* * *

Para no aburrirles a Vds. con un análisis detallado de las cifras contenidas en la monografía que hoy se publica, me limitaré al comentario que acabo de hacer de los resultados principales de las cifras de 1989 y previsiones para 1990, y pasaré ahora a señalar algunas conclusiones que de ella se deducen.

Las empresas incluidas en la Central de Balances representan, por sus características -empresas básicamente manufactureras, de gran tamaño, con elevado porcentaje de personal fijo y relativamente expuestas a la competencia exterior-, el entramado industrial más sensible a la creciente apertura de nuestra economía en su trayectoria hacia la Unión Monetaria y Económica. En ese sentido, el análisis de sus resultados arroja una luz temprana muy valiosa sobre la evolución previsible del resto de la economía nacional, difícil de detectar a veces con precisión en el análisis habitual de las grandes cifras macroeconómicas.

La primera conclusión que cabe sacar de la serie de cifras que se inicia en 1982 es, como ya he comentado, el enorme auge por el que ha pasado la industria española reflejado en la expansión de su actividad y en el fortalecimiento de su situación financiera. La mejora de sus resultados ha sido aprovechada, en primer lugar, para llevar a cabo un enorme esfuerzo de modernización que se ha materializado en un volumen de inversiones muy alto. Conviene insistir en este punto, porque a menudo los problemas del día a día nos hacen perder de vista el avance que ha tenido lugar durante estos años, que ha permitido a la industria española colocarse en unas condiciones de competencia mucho más favorables.

Pero los datos de la Central de Balances muestran también cómo un aumento demasiado rápido del gasto nominal, si bien en un primer momento puede traer un aumento de los beneficios empresariales, acaba por generar intensas presiones salariales que desbordan las mejoras de productividad y determinan por generar un crecimiento acelerado de los costes laborales por unidad de producto, una pérdida de competitividad

y un deterioro de los resultados. Las consecuencias finales no pueden ser otras que la caída del ritmo de inversión y de creación de empleo.

Las cifras de la Central muestran, además, cómo ese encadenamiento de efectos se abre paso tanto más rápidamente cuanto más abierta es la economía al exterior. En este caso, la presión de los costes se traduce de inmediato en reducción de márgenes empresariales, en sustitución de producción interior por importaciones y en dificultad de exportar. De hecho, la desaceleración en 1989 del producto de las empresas no se debió a un menor aumento de las ventas, sino al fuerte crecimiento de los consumos intermedios, en partículas de los procedentes de la importación. La información adicional obtenida de las estadísticas de comercio exterior muestra, asimismo, que el estrechamiento de márgenes comerciales ha sido mayor en las ventas dirigidas a la exportación, y que éstas han perdido impulso en relación al crecimiento de los mercados exteriores.

Es importante insistir en que, precisamente, el mayor grado de apertura de las empresas y sectores productivos mejor representados en la Central de Balances permite detectar, con cierta antelación respecto de sectores con una menor apertura al exterior, los riesgos de mantenimiento por los agentes económicos de pautas de conductas similares a las que prevalecían en la economía española en un período histórico de mayor protección frente al exterior. En ese sentido, es preocupante que los datos disponibles sobre la evolución de las empresas españolas en 1990 no solo confirman la trayectoria apuntada por la evolución de los resultados de las empresas en 1989, sino la acentúan.

Quizá algunos de Vds. se preguntarán si en estas circunstancias no ha llegado el momento de modificar el rumbo de la política monetaria, como algunos piden, para dar un mayor pulso a la economía. En mi opinión, hacer eso antes de que hayan cambiado claramente las tendencias inflacionistas sería un profundo error que pagaríamos muy caro; el resultado sería una mayor inflación y un menor crecimiento, seguidos en poco tiempo de una crisis de nuestra balanza de pagos que nos obligaría a adoptar medidas de emergencia. Tenemos, pues, que aceptar que en una economía muy abierta, como lo es ya la economía española, la estabilidad es imprescindible para colocarnos en una senda de crecimiento sostenible.

No podemos, además, olvidar los compromisos que España ha adquirido con relación a la Unión Económica y monetaria. Y, en ese sentido, conviene señalar que, en contra de lo que algunos comentarios parecen indicar, los acuerdos de la reunión de Roma del Consejo de Europa, lejos de suponer un retroceso en los compromisos de convergencia, enfatizan su importancia como condición para no quedar al margen de un proceso que, en todo caso, acometerán los países con mayor estabilidad.

Por todo ello, la política económica para 1991 perseguirá, como lo señala el proyecto de Presupuesto actualmente en vías de aprobación, una reducción del orden de dos puntos del crecimiento nominal del producto interior bruto, lo que se espera permita

un aumento en términos reales del orden del 3%, siempre, por supuesto, que los costes no se alejen de las previsiones de base.

Dicho en otros términos, la estabilidad no puede conseguirse si la política monetaria se adapta a las decisiones inflacionistas tomadas por los agentes económicos y sociales. Precisamente, la razón por la que muchos países europeos han tenido un mayor éxito que nosotros en la lucha por la estabilidad de precios ha sido, sencillamente, que en ellos los agentes económicos y sociales han comprendido que, de no adaptarse al marco creado por la política económica, solo conseguirían generar estancamiento y paro.

y no recurramos al fácil expediente de "Spain is different". Tenemos ejemplos muy cercanos de países que también tenían una tradición inflacionista muy arraigada que han conseguido, gracias a una política firme y a una comprensión por parte de las empresas y sindicatos del nuevo marco en que las cosas tenían que moverse, adaptar la evolución de sus economías a las exigencias de la Unión Económica y Monetaria.

Estrechamente ligado al problema de la inflación está el de la apreciación de la peseta, sobre el que desearía hacer un breve comentario. Comprendo perfectamente la frustración de aquellas empresas que han hecho un mayor esfuerzo para abrirse mercado en el exterior ante la subida de la peseta, y el que aquéllas que sufren más directamente la competencia de unas importaciones baratas. En el caso del dólar, el fenómeno ha sido general en toda Europa, puesto que la mayoría de las monedas europeas se han apreciado fuertemente durante estos años frente a él. Pero en nuestro caso las cosas han sido más graves, puesto que la peseta ha subido también en los últimos tiempos frente a las otras monedas de la Comunidad.

Esta paradoja del fortalecimiento de la peseta, cuando los precios interiores suben deprisa, es el resultado inevitable de la combinación de una política monetaria antiinflacionista y de la liberalización de los movimientos de capital en todo el mundo, y una prueba más de la urgencia de colocarnos en una senda de estabilidad. Con todo, se ha intentado con éxito limitar la subida de la peseta recurriendo a tres medidas: la primera, la entrada de la peseta en el Sistema Monetario europeo; la segunda, introduciendo el depósito previo para los créditos de no residentes, y la tercera, interviniendo fuertemente el Banco de España en el mercado de divisa. Curiosamente, sin embargo, la entrada en el SME fue calificada de oportunista por algunos medios empresariales que, obviamente, no comprendieron las enormes ventajas que tiene el Sistema para luchar contra la inflación sin someter a la industria a un trauma de enormes dimensiones.

* * *

Para terminar haré un breve comentario sobre cómo veo el año próximo. Sin duda, existen nubarrones en el horizonte, debido tanto a la evolución reciente de la economía española como al impacto de la posible evolución del precio del petróleo y, en último

término, al deterioro general del clima económico en el mundo.

Con todo, en que la propia experiencia de lo que está ocurriendo este año y el recuerdo de las consecuencias de las dos cifras anteriores del petróleo nos hagan a todos comprender mejor que en el pasado los límites de nuestra capacidad económica. Si así fuera, las perspectivas económicas podrían mejorar en el plazo de unos meses. Una combinación más equilibrada de las políticas presupuestaria y monetaria, como la que se prevé para 1991, y una moderación de los precios y de los costes permitirían mantener un nivel razonable de inversión y tasa satisfactorias de crecimiento del producto y del empleo, al tiempo que se moderarían las presiones alcistas sobre la peseta.

Obviamente el contexto internacional tendrá una gran influencia, pero también en este sentido hay algunos indicios positivos. El precio del petróleo bajaría probablemente si a principios de año se resuelve satisfactoriamente la crisis del Golfo; esto traería sin duda una mejora del clima económico en todo el mundo.

En resumen, la tarea que tenemos por delante no es fácil, pero estoy convencido de que podemos acometerla con éxito si nos lo proponemos. Espero, en todo caso, que las cifras que hoy se publican, gracias a la colaboración de Vds. y de sus colegas, ayuden a una discusión realista de los problemas planteados.

Muchas gracias por su atención.

PRESENTACION DE LA MONOGRAFIA "CENTRAL DE BALANCES 1989"

RESULTADOS DE 1981 A 1987, 1988 PROVISIONAL Y AVANCE DE 1989

1. INTRODUCCION

La publicación presentada el pasado día 15 es la octava que la Central de Balances del Banco de España realiza. La primera de ellas se refería a los ejercicios de 1981-1982 y posteriormente se han publicado de los años siguientes, siempre como resultado de la información recopilada en el ejercicio y referida a los dos años precedentes. En pasadas publicaciones también se analizaban los datos de las empresas comunes a los cuatro últimos ejercicios. Este año se ha producido un cambio sustancial en la presentación de los datos, mas no en la metodología utilizada en la elaboración del informe. La monografía recoge, por primera, una amplia síntesis, en forma de serie histórica 1981-1989, de toda la información disponible en las bases de datos de la Central de Balances.

En la publicación se pone de manifiesto cómo durante el presente año se ha seguido contando con la colaboración de las empresas al mismo nivel de los anteriores. El cuadro I muestra el nivel de colaboración conseguido en cada base de datos.

El año pasado ya se comentaba en estas mismas páginas la trascendencia de la normativa publicada en 1989, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades. Concretamente, ya se refería la obligatoriedad de la presentación, entre otras, de las cuentas anuales en el Registro Mercantil. Se puede apreciar que esta nueva obligación de información a terceros, con la carga adicional que representa para las empresas, no ha afectado aún al número de las que contestan al cuestionario de la Central de Balances. La Dirección General de los Registros y del Notariado, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas y el Banco de España han iniciado contactos al objeto de conciliar, en la medida de lo posible, la obligación legal con el aprovechamiento estadístico de la información proporcionada por las empresas. La buena disposición de todos hace abrigar fundadas esperanzas de que, en el futuro, los analistas, tendrán acceso a una información que cada día se revela más necesaria para racionalizar la discusión económica en nuestro país.

CUADRO I

BASE DE DATOS	NUMERO DE EMPRESAS
1981-1982	2.057
1982-1983	3.276
1983-1984	4.119
1984-1985	5.111
1985-1986	6.492
1986-1987	7.572
1987-1988	6.855 ⁽¹⁾
1988-1989	4.656 ⁽²⁾
(1)	Abierta la base de datos hasta Marzo/91. Empresas estimadas en esa fecha: 8.000.
(2)	Abierta la base de datos hasta Marzo/92. Empresas estimadas en esa fecha: 8.000.

Fuente: Central de Balances del Banco de España

2. CARACTERIZACION DE LA BASE DE DATOS

Las características de la base de datos a la que las publicaciones vienen referidas son fácilmente apreciables en cualquiera de ellas. Utilizando la de 1987-1988, se observa que predominan las empresas grandes (410 empresas con más de 500 trabajadores cubren aproximadamente el 75% del valor añadido bruto total, obtenido por 6.855 empresas) y las empresas públicas (348 empresas públicas cubren, para 1988, el 33% del valor añadido bruto total).

A efectos del análisis de la cobertura sectorial y regional de las bases de datos, en la publicación referida se toma como año de base 1985, para el que la contabilidad nacional tiene confeccionada la tabla *input-output*. Así se aprecia que es desigual la

representación en la muestra de las distintas actividades: en la práctica, no están representados ni la agricultura ni los servicios distintos de los de transportes, y sólo están bien representadas las empresas con las siguientes actividades principales:

- Energía y agua
- Productos químicos
- Transformación de los metales
- Transportes y comunicaciones

Del estudio geográfico de las bases de datos se obtiene como conclusión que una aproximación (la de la Central de Balances) y otra (la de la Contabilidad Nacional) estudian distintas realidades, ya que la primera se fundamenta en la adscripción a una provincia de la sede social de la empresa en cuestión, en tanto que la otra lo hace del centro de trabajo efectivo.

En cualquier caso, es importante precisar que la *actividad* total captada por la Central de Balances ha venido representando, para la mayoría de las bases de datos, casi el 25 por 100 del Valor Añadido Bruto del total de las empresas no financieras y el 36 por 100 de la remuneración de los asalariados total, según la estimación que para ambos agregados ofrece la Contabilidad Nacional de España, elaborada por el Instituto Nacional de Estadística. En el cuadro II se precisa la cobertura según el valor añadido bruto a precios de mercado de cada una de las bases de datos.

CUADRO II

	AÑOS						
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Número de empresas	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	6.855	4.656
VABpm CdeB/VABpmCN ⁽¹⁾	21,7	22,2	23,2	23,8	23,8	23,0	18,9
⁽¹⁾ Valor añadido bruto a precios de mercado, según datos de la Central de Balances/valor añadido bruto a precios de mercado según datos de la Contabilidad Nacional.							

Fuente: Central de Balances del Banco de España

3. RESULTADOS DEL ESTUDIO PARA 1989

Como primera aproximación al análisis del ejercicio 1989, se debe destacar, como nota diferencial respecto de dos años anteriores, la existencia de una caída en las tasas de actividad, rentabilidad y autofinanciación, acompañada de un aumento en las tasas de variación de los gastos de personal y de los gastos financieros. Las empresas han tenido que endeudarse, en términos netos, al haber sido insuficiente la autofinanciación para cubrir la alta tasa de inversión del ejercicio.

3.1. Estado de resultados

En los cuadros III.1 y III.2 se extrae el estado de resultados en sus epígrafes principales.

CUADRO III.1

TOTAL EMPRESAS. ESTADO DE RESULTADOS								
(Valores absolutos)								
	AÑOS							
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
NUMERO DE EMPRESAS	2.057	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	6.855	4.656
PRODUCCION O VENTA DE MERCADERIAS Y SUBVENCIONES	10616,0	13447,1	15462,9	17775,6	18563,8	21775,0	23251,2	20921,4
- GASTOS DE EXPLOTACION	7345,4	9243,0	10679,3	12305,7	12351,2	14607,6	15643,4	13949,1
VALOR AÑADIDO AJUSTADO A COSTE DE LOS FACTORES	3270,6	4204,1	4783,6	5469,9	6212,6	7167,4	7607,8	6972,3
- GASTOS DE PERSONAL	2089,2	2594,8	2830,4	3167,4	3606,6	4113,2	4304,0	4021,1
RESULTADO ECONOMICO BRUTO DE LA EXPLOTACION	1181,4	1609,3	1953,2	2302,5	2606,1	3054,2	3303,8	2951,2
- DOTACION AMORTIZACION PREVISION Y PROVISIONES	550,8	804,0	951,3	1101,8	1222,7	1395,7	1453,1	1328,1
RESULTADO ECONOMICO NETO DE LA EXPLOTACION	630,6	805,3	1001,9	1200,7	1383,3	1658,4	1850,7	1623,1
INGRESOS FINANCIEROS	105,9	158,6	190,8	228,9	294,1	412,3	460,0	492,9
- GASTOS FINANCIEROS	908,3	1192,5	1423,8	1325,8	1278,1	1328,8	1227,5	1201,3
RESULTADOS EXTRAORDINARIOS Y OTRAS PARTIDAS (Neto)	98,2	219,9	307,3	195,3	147,8	304,1	411,2	449,3
RESULTADO NETO TOTAL	-73,6	-8,7	76,2	299,1	547,1	1046,0	1494,5	1364,0

Fuente: Central de Balances del Banco de España

CUADRO III.2

TOTAL EMPRESAS. ESTADO DE RESULTADOS (Tasas sobre las mismas empresas en el año anterior)								
	AÑOS							
	1982	1983	1984	1985	1986 ⁽²⁾	1987	1988	1989
NUMERO DE EMPRESAS	2.057	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	6.855	4.656
PRODUCCION O VENTA DE MERCADERIAS Y SUBVENCIONES	14,4	14,9	11,6	9,6	1,0	12,1	12,4	14,0
- GASTOS DE EXPLOTACION	14,0	15,2	11,1	9,8	-3,5	11,5	12,8	16,6
VALOR AÑADIDO AJUSTADO A COSTE DE LOS FACTORES	15,2	14,0	12,7	9,1	11,7	13,3	11,4	9,2
- GASTOS DE PERSONAL	12,4	12,2	7,1	7,8	10,9	9,8	10,2	13,0
RESULTADO ECONOMICO BRUTO DE LA EXPLOTACION	20,5	17,1	22,0	10,9	12,8	18,2	13,1	4,5
- DOTACION AMORTIZACION, PREVISION Y PROVISIONES	14,3	23,6	25,1	14,6	11,7	12,6	7,8	4,2
RESULTADO ECONOMICO NETO DE LA EXPLOTACION	26,5	11,2	19,1	7,7	13,7	23,3	17,6	4,7
INGRESOS FINANCIEROS	36,8	34,6	20,1	14,2	24,5	34,7	14,2	24,6
- GASTOS FINANCIEROS	20,8	18,5	15,0	-3,6	-3,1	3,9	-5,3	8,7
RESULTADOS EXTRAORDINARIOS Y OTRAS PARTIDAS (Neto)	-34,7	44,3	31,9	-7,3	-22,3	54,0	20,6	18,2
RESULTADO NETO TOTAL	-187,2	26,5	(1)	99,0	68,9	96,2	46,4	11,8
(1)	No se puede calcular la tasa porque los valores que la forman tienen distinto signo.							
(2)	1986 fue el año de la introducción del IVA lo que afecta, fundamentalmente, a la evolución de estas rúbricas.							

Fuente: Central de Balances del Banco de España

El valor añadido ajustado al coste de los factores ha crecido un 9,2% respecto al año anterior (frente al un 11,4% en 1988), y sus componentes (gastos de personal y resultado bruto de explotación) un 13,0% y un 4,5% respectivamente (10,2 y 13,1 en 1988). El crecimiento de los gastos de personal se debe tanto al crecimiento del número de asalariados (2,4 frente al 1,7 en 1988) como al de la remuneración media (10,3 frente al 8,0 en 1988). El cuadro III.3 muestra algunos datos relevantes acerca del empleo y los gastos de personal.

CUADRO III.3

TOTAL EMPRESAS. TRABAJADORES Y GASTOS DE PERSONAL (Valores absolutos, Estructura y Tasas de crecimiento)									
	AÑOS								
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
NUMERO DE EMPRESAS	2.057	2.057	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	6.855	4.656
1. TRABAJADORES									
a. Total (m.)	1250,4	1232,8	1346,6	1351,9	1376,2	1427,9	1504,3	1439,7	1172,4
b. Estructura									
1. Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Fijos	94,4	93,8	94,0	94,2	93,4	92,0	90,3	89,1	87,9
3. No fijos	5,6	6,2	6,0	5,8	6,6	8,0	9,7	10,9	12,1
c. Tasas de crecimiento ⁽¹⁾									
1. Total	---	-1,4	-0,7	-1,8	-1,2	0,8	0,9	1,7	2,4
2. Fijos	---	-2,0	-1,0	-2,3	-2,0	-0,6	-0,7	0,0	-0,3
3. No fijos	---	9,2	3,5	7,9	11,5	21,5	18,2	18,3	26,9
2. GASTOS DE PERSONAL		908,3	1192,5	1423,8	1325,8	1278,1	1328,8	1227,5	1201,3
a. Remuneración total (m.m.)	1859,4	2089,2	2594,8	2830,4	3167,5	3606,6	4113,2	4304,0	4021,1
b. Remuneración media anual (m.)	1487,0	1694,7	1926,9	2093,6	2301,6	2525,8	2734,3	2989,5	3429,8
c. Tasas de crecimiento ⁽¹⁾									
1. Remuneración total	---	12,4	12,2	7,1	7,8	10,9	9,8	10,2	13,0
2. Remuneración media	---	14,2	12,9	8,9	9,0	10,0	8,8	8,0	10,3

⁽¹⁾ Sobre las mismas empresas en el año anterior

Fuente: Central de Balances del Banco de España

La caída en el ritmo de expansión de las dotaciones a cuentas compensatorias (amortizaciones y provisiones), que ha pasado de 7,8% en 1988 al 4,2% en 1989, hace que la tasa de aumento del resultado económico neto de la explotación se sitúe en 4,7%, muy por debajo del 17,6% de 1988. Los ingresos financieros y los gastos financieros han experimentado una fuerte tasa de aumento (24,6% y 8,7% respectivamente, frente al 14,2% y -5,3% respectivamente del año 1988).

Como consecuencia de lo expuesto, el resultado neto total ha aumentado al 11,8%, cuando en 1988 lo hacía al 46,4%.

3.2. Recursos generados. Estado de origen y aplicación de fondos.

En 1989, se ha producido una fuerte caída en la tasa de crecimiento de los recursos generados (4,4 en 1989, frente al 21,7 de 1988). Esto es una consecuencia de lo ya tratado en el desarrollo del punto anterior (caída de la expansión del resultado económico bruto de explotación, aumento de los gastos financieros, descenso de los resultados extraordinarios y otros).

En el cuadro III.4 se puede observar la estructura porcentual de los flujos detectados en la serie objeto de estudio.

CUADRO III.4

TOTAL EMPRESAS. ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS:	
(Estructura)	
<u>ORIGEN DE LOS FONDOS</u>	
	AÑOS
	1982 1983 1984 1985 1986 1987 1988 1989
NUMERO DE EMPRESAS	2.057 3.276 4.119 5.111 6.492 7.572 6.855 4.656
A. VARIACIONES EN EL FONDO DE MANIOBRA (1+2+3)	69,8 72,8 86,4 88,8 87,1 88,5 88,2 83,9
1. RECURSOS GENERADOS	23,0 30,3 37,1 39,9 60,7 65,0 61,0 61,7
2. INMOVILIZADO	0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0
3. FINANCIACION PERMANENTE	46,8 42,6 49,2 48,9 26,5 23,6 27,2 22,2
3.1. PROPIA	8,9 9,3 12,9 14,6 14,7 11,9 13,5 6,1
3.2. SUBVENCIONES EN CAPITAL	6,8 8,1 11,7 8,3 4,7 7,4 12,0 10,1
3.3. OTRAS AJENAS	31,2 25,2 24,6 26,0 7,0 4,3 1,7 6,0
B. VARIACIONES EN EL CAPITAL CIRCULANTE (4+5+6)	30,2 27,2 13,6 11,2 12,9 11,5 11,8 16,1
4. DE LA EXPLOTACION	15,1 8,3 1,6 3,6 9,7 8,9 5,0 5,7
5. DE FUERA DE LA EXPLOTACION	1,1 0,0 1,4 0,6 0,0 0,1 2,1 0,0
6. LIQUIDEZ	14,1 18,8 10,6 7,1 3,2 2,4 4,7 10,4
ORIGEN DE LOS FONDOS (RECURSOS) (A+B)	100,0 100,0 100,0 100,0 100,0 100,0 100,0 100,0
VARIACION NETA DEL FONDO DE MANIOBRA POR FLUJOS (A-C)	13,6 10,0 19,3 34,7 7,8 21,8 29,8 15,8

Fuente: Central de Balances del Banco de España

		<u>APLICACION DE LOS FONDOS</u>							
		AÑOS							
		1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
NUMERO DE EMPRESAS		2.057	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	6.855	4.656
C. VARIACIONES EN EL FONDO DE MANIOBRA (1+2+3)		56,2	62,8	67,1	54,1	79,3	66,8	58,4	68,1
1. RECURSOS GENERADOS		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. INMOVILIZADO		56,2	62,8	65,6	54,1	57,7	59,5	57,5	65,4
3. FINANCIACION PERMANENTE		0,0	0,0	1,4	0,0	21,6	7,2	0,9	2,7
3.3. OTRAS AJENAS		0,0	0,0	1,4	0,0	21,6	7,2	0,9	2,7
B. VARIACIONES EN EL CAPITAL CIRCULANTE (4+5+6)		43,8	37,2	32,9	45,9	20,7	33,2	41,6	31,9
4. DE LA EXPLOTACION		34,6	28,4	5,7	10,7	9,8	17,5	15,5	17,1
5. DE FUERA DE LA EXPLOTACION		3,9	7,5	15,8	32,9	4,0	12,2	18,9	14,8
6. LIQUIDEZ		5,4	1,3	11,4	2,3	6,8	3,5	7,1	0,0
ORIGEN DE LOS FONDOS (EMPLEOS)		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
VARIACION NETA DEL CAPITAL POR FLUJOS EXTERNOS (D-B)		13,6	10,0	19,3	34,7	7,8	21,8	29,8	15,8

Fuente: Central de Balances del Banco de España

Se ha efectuado en dicho cuadro la sintetización de los movimientos por grandes masas patrimoniales, excepto para el detalle de la financiación permanente. Cabe resaltar cómo es 1989 el primer año desde 1985 en el que el concepto de liquidez es un recurso neto para las empresas no financieras, fundamentalmente gracias a la financiación a corto plazo de éstas en las instituciones crediticias.

3.3. Análisis estático. Estado de equilibrio financiero

En el cuadro III.5 se ofrece la estructura porcentual del estado de equilibrio financiero mostrando, por masas patrimoniales, los activos netos de financiación sin coste, los pasivos remunerados, y el fondo de maniobra. Se aprecia, para los últimos ejercicios, el aumento del peso de los activos fijos respecto del total activo neto (pasa del 76,5% en 1985 al 84,5% en 1989). Paralelamente, la reducción del peso de los activos circulantes netos en el total

del activo neto se ha fundamentado en la de aquéllos que son ajenos a la explotación (de -0,4% en 1985 a -6,5% en 1989. A partir del estudio del pasivo remunerado, se observa en 1989 una ligerísima caída en el porcentaje que supone la financiación permanente respecto de aquél (88,8% en 1989, 89,1% en 1988).

CUADRO III.5

TOTAL EMPRESAS. ESTADO DE EQUILIBRIO FINANCIERO (Estructura)									
	AÑOS								
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
NUMERO DE EMPRESAS	2.057	2.057	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	6.855	4.656
	76,4	76,4	80,4	80,0	76,5	78,3	80,4	81,8	84,5
1. ACTIVO INMOVILIZADO NETO									
2. ACTIVO CIRCULANTE NETO	23,6	23,6	19,6	20,0	23,5	21,7	19,6	18,2	15,5
2.1. De la explotación	27,5	27,7	22,2	20,9	20,2	20,5	21,0	21,0	19,4
2.2. De fuera de la explotación	-8,1	-8,8	-6,6	-5,0	-0,4	-2,6	-5,2	-6,2	-6,5
2.3. Tesorería	4,2	4,7	4,0	4,0	3,7	3,8	3,9	3,4	2,69
ACTIVO NETO = PASIVO REMUNERADO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
3. FINANCIACION PERMANENTE	85,4	84,4	85,7	85,9	85,6	86,7	87,1	89,1	88,8
3.1. Patrimonio neto	48,8	44,0	46,7	45,6	45,4	48,3	51,4	55,0	55,1
3.2. Recursos ajenos a medio y largo plazo	36,6	40,5	39,0	40,4	40,2	38,4	35,7	34,0	33,7
4. FINANCIACION A CORTO PLAZO CON COSTE	14,6	15,6	14,3	14,1	14,4	13,3	12,9	10,9	11,2
Pro memoria: Fondo de Maniobra (3-1)									
= Capital Circulante (2-4)	9,1	8,1	5,3	5,9	9,2	8,4	6,8	7,2	4,3

Fuente: Central de Balances del Banco de España

La mayor importancia relativa del patrimonio neto, respecto de las otras fuentes de financiación con coste, se ha visto potenciada en los últimos cinco años gracias a las políticas de autofinanciación emprendidas por las empresas (el patrimonio neto pasó de un 45,4% en 1985 a un 55,1% en 1989). Sin embargo, en 1989 esta tendencia se ha visto truncada, al estabilizarse este último porcentaje (el patrimonio neto ha incrementado su peso en el total del pasivo remunerado en sólo una décima porcentual).

3.4. Algunos ratios significativos. Rentabilidad de las empresas

La publicación de este año incorpora el análisis de cuatro *ratios* significativos para los ejercicios de la serie disponible, en función de la actividad principal de las empresas, y según su naturaleza pública o privada.

El cuadro III.6 ofrece un sumario de los datos contenidos en la monografía en lo referente a este epígrafe concreto.

CUADRO III.6

RATIOS SIGNIFICATIVOS ⁽¹⁾ TOTAL EMPRESAS								
	AÑOS							
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
R.1 Rentabilidad del activo neto	7,6	7,9	8,2	8,2	8,7	11,0	12,2	11,9
R.2 Gastos financieros sobre recursos ajenos remunerados	15,4	14,7	14,4	12,3	11,5	12,2	11,8	12,3
R.3 Rentabilidad de los recursos propios	-1,3	0,0	0,8	3,3	5,5	9,8	12,5	11,6
R.4 Endeudamiento	53,4	53,9	54,4	54,2	53,0	50,1	46,6	45,6

(1) R.1: (Resultado neto total + Gastos financieros)/Activo neto medio.
 R.2: Gastos financieros/ (Recursos ajenos a medio y largo plazo + Financiación a corto plazo con coste) (valor medio).
 R.3: Resultado neto total/Patrimonio neto (valor medio).
 R.4: (Recursos ajenos a medio y largo plazo + financiación a corto plazo con coste) (valor medio) / Pasivo Remunerado

Fuente: Central de Balances del Banco de España

Con los recursos que dedican a las tareas productivas, es decir, con su activo neto, las empresas obtienen unas rentas con las que remuneran a los dos componentes de su pasivo remunerado (que es igual al activo neto), a saber, recursos propios y recursos ajenos, siendo el resultado neto total la remuneración de los recursos propios, y los gastos financieros, la de los ajenos. A partir de aquí, se pueden calcular relaciones simples que muestren, aproximadamente, la relación entre la rentabilidad del activo neto, el coste de los recursos ajenos y la rentabilidad de los recursos propios. El interés del cálculo de estos *ratios* estriba en que, en la medida en que la rentabilidad del activo neto sea menor que el coste de los recursos ajenos, menor será la rentabilidad de los recursos propios.

Los datos de la Central de Balances ponen de manifiesto que, para el total de las empresas, la rentabilidad del activo neto es menor que el coste de los recursos ajenos en todos los años, excepto en 1988. La situación es más positiva en el caso de las empresas privadas (mayor rentabilidad que coste de los recursos ajenos en 1988 y 1989). En suma, según la información disponible en la Central de Balances, la rentabilidad de las empresas españolas difícilmente supera el coste de la financiación ajena, y dado que, en las actuales circunstancias, los tipos de interés han de mantener su nivel relativo, las subidas en la rentabilidad han de buscarse por la vía de los aumentos de productividad.

3.5. Análisis por sectores de actividad

Este año se han incluido en la monografía publicada algunas pinceladas acerca de la evolución sectorial de las empresas no financieras. Concretamente, se muestra, para la serie 1981-1989, las tasas de evolución del valor añadido ajustado a coste de los factores, de los gastos de personal, gastos financieros, y recursos generados; también para ese período, se publica la aportación de cada sector (en términos porcentuales) a la generación del resultado neto total; asimismo, se ofrecen los cuatro *ratios* definidos en el apartado anterior desde 1982 hasta 1989; por último, se describe la estructura de los recursos generados y de su distribución para las 6.855 empresas colaboradoras en 1988. La definición de los sectores objeto de estudio ha supuesto una nueva aportación de esta monografía, al agrupar, con fines estrictamente analíticos, los 66 sectores y 16 grandes sectores existentes en la base de datos de la Central de Balances en 11 agregaciones de actividad.

En el epígrafe 2 de este texto, ya se ofreció información acerca de los sectores mejor y peor representados en las bases de datos. El cuadro III.7 ofrece, para 1989, el valor de las tasas de crecimiento de ciertas partidas, la estructura de la aportación al resultado neto y los cuatro *ratios* ya definidos de los sectores estudiados.

Es relevante el estudio de la variación de los recursos generados en 1989. Destacan por sus altas tasas de variación los sectores de extracción y transformación de minerales y materiales de construcción (33,6%), industrias alimentarias (16,3%), y la hostelería y otros servicios (14,6%). Por sus bajas tasas, se debe mencionar el sector de productos químicos (-18,6%), transportes y comunicaciones (0,3%) y energía y agua (3,7%).

CUADRO III.7

ALGUNOS DATOS POR ACTIVIDADES PRODUCTIVAS 1989									
	Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas del año anterior			Estructura Porcentual		Ratios			
	V.A.A.C.F. (1)	G.P. (2)	G.F. (3)	R.G. (4)	R.N.T. (5)	R.A.N. (6)	G.F.S.R.A.R. (7)	R.R.P. (8)	E. (9)
ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS									
1. Agricultura y Pesca	10,3	9,8	10,4	-1,1	0,2	8,6	9,6	7,9	39,4
2. Industria excepto Construcción	8,3	11,4	5,3	5,9	71,7	12,8	12,6	13,0	47,3
2.1. Energía y agua	5,5	0,6	3,4	3,7	26,3	10,5	12,1	8,7	53,3
2.2. Extracción y transformación de minerales y materiales de construcción	16,1	19,0	4,1	33,6	9,3	13,3	11,4	14,8	44,6
2.3. Productos químicos	4,2	20,0	38,7	-18,6	7,0	17,1	15,1	17,9	28,3
2.4. Industrias transformadoras de metales	10,4	15,5	2,7	5,6	16,5	19,0	14,9	21,8	40,7
2.5. Industrias alimentarias	9,4	7,8	15,8	16,3	6,3	17,0	14,4	18,2	31,8
2.6. Industrias manufactureras no alimentarias	6,1	9,2	12,9	10,5	6,3	15,2	16,6	14,5	33,2
3. Construcción	22,9	22,8	25,8	7,9	2,3	14,7	15,7	14,0	42,0
4. Servicios	9,5	14,4	17,4	4,9	25,8	9,9	11,2	8,9	42,3
4.1. Comercio	11,6	16,2	29,1	11,5	10,3	18,9	17,4	19,6	32,2
4.2. Transportes y comunicaciones	8,2	12,7	13,4	0,3	9,5	7,3	10,3	4,8	45,7
4.3. Hostelería y otros servicios	11,5	17,0	31,2	14,6	6,0	14,2	10,6	16,1	34,2
TOTAL	9,2	13,0	8,7	4,4	100,0	11,9	12,3	11,6	45,6
(1) Valor añadido ajustado al coste de los factores	(6) Rentabilidad del activo neto								
(2) Gastos de personal	(7) Gastos financieros sobre recursos ajenos remunerados								
(3) Gastos financieros	(8) Rentabilidad de los recursos propios								
(4) Recursos generados	(9) Endeudamiento								
(5) Resultado neto total									

Fuente: Central de Balances del Banco de España

Del análisis de la rentabilidad, se concluye que son más rentables las empresas de las siguientes agregaciones de actividades (según la rentabilidad del activo neto):

- Industrias transformadoras de los metales (19,0%).
- Comercio (18,9%).
- Productos químicos (17,0%).

- Industrial alimentarias (17,0%).

Las menos rentables son (según el *ratio* antes utilizado):

- Transportes y Comunicaciones (7,3%).
- Energía y agua (10,5%)

Respecto del endeudamiento (medido como financiación ajena con coste dividida entre el total del pasivo remunerado), se puede destacar cómo sólo dos actividades superan el endeudamiento medio de las empresas (que se cifra en 45,6%): energía y agua (con un 53,3%), y transportes y comunicaciones (con el 45,7%). Este *ratio* difiere bastante del mínimo existente, un 28,3%, de las industrias de productos químicos. Si se excluyesen los dos sectores primeramente citados, el endeudamiento medio del total nacional alcanzaría el 33,1%.

3.6. Otras novedades de la publicación de 1990

Varias novedades se incorporan, además de las ya mencionadas, en la publicación de 1990.

En primer lugar, se ha procedido a la revisión completa de los estados o cuentas que se venían elaborando en términos de contabilidad nacional. Estas cuentas son un instrumento analítico de interés general y constituyen un buen complemento de la presentación de la información recopilada en los cuadros elaborados desde la óptica de la contabilidad de empresa.

El capítulo V de la monografía recoge una síntesis de los datos de las centrales de balances similares de los países de la Comunidad Económica Europea, Estados Unidos y Japón, elaborados en el marco de un proyecto de la Comisión de las Comunidades en el que colabora la Central de Balances del Banco de España.

En este mismo ámbito internacional de creación de foros de intercambio de información relativa a empresas no financieras, se puede anticipar la previsible constitución de un servicio de intercambio de datos individuales, entre las Centrales de Balances integradas en el Comité Europeo de Centrales de Balances. El Banco de España se propone realizar una consulta a las empresas colaboradoras para decidir la adscripción a este proyecto.

LA SITUACION EMPRESARIAL EN ESPAÑA (1982-1989).

Juan Antonio MAROTO ACIN

1.- Introducción.

La reciente publicación de los datos de la Central de Balances del Banco de España⁽¹⁾, constituye un excelente motivo para profundizar en el estudio de nuestro sector empresarial, que confirme o rechace desde bases rigurosas la percepción generalizada de que éste se encuentra en un punto de inflexión respecto de su evolución durante los últimos tres o cuatro años.

Aun con el riesgo de caer en una excesiva generalización, puede afirmarse que las empresas españolas culminaron en 1985 el proceso de ajuste en sus estructuras patrimonial y organizativa que requería el nuevo marco competitivo de la Comunidad Europea; después de una serie de actuaciones, siempre traumáticas, mediante las que se abandonaron sectores obsoletos, se redujeron plantillas sobredimensionadas, se introdujeron nuevos y más profesionalizados estilos de administración, y se sanearon estructuras patrimoniales viciadas por la ineficiente gestión de los activos y por el excesivo peso del endeudamiento en el pasivo total.

Como fruto de esta racionalización y modernización del sector empresarial, desde 1986 se había logrado el paulatino y simultáneo acercamiento entre la rentabilidad del capital económico y el coste del capital financiero, hasta recuperar, dos años más tarde, una rentabilidad de fondos propios mayor que la del capital económico, al haber superado ésta el coste de las deudas⁽²⁾, situación importante no sólo por evidenciar, de manera aproximada, una mayor eficiencia de mercado de nuestras empresas, sino también porque no se presentaba desde finales de los años setenta.

(1) Banco de España: Central de Balances, resultados: 1981-87, 1988 provisional y avance de 1989. Madrid, noviembre, 1990.

(2) Se trata del efecto apalancamiento amplificador, en terminología técnica pero ya suficientemente extendida, y que puede sintetizarse, en general, en la expansión:

$$\text{Rentab. fondos propios (ROE)} = \text{Rentab. económica (ROI)} + \{ \text{ROI} - \text{Coste de las deudas (K)} \} \times \{ \text{Deudas} / \text{Fondos propios} \}$$

Este proceso de mejora es el que parece haberse truncado, o al menos pospuesto, desde la perspectiva actual y por causas diversas y en muchos casos concatenadas que abarcan desde el repunte de la tasa de inflación, ante la persistencia del déficit público y el crecimiento de la economía; el subsiguiente endurecimiento de la política monetaria, con restricciones crediticias y elevación de los tipos de interés; el encarecimiento de la factura energética, y la incertidumbre actual acerca de su evolución previsible; y la elevación de los costes salariales, vinculados en escasas ocasiones a incrementos de la productividad, y que, a la par de dar un nuevo giro a la espiral inflacionaria, contribuyen a que los nuevos empleos se generen en precario, mediante las diferentes modalidades de la contratación temporal.

Si a ello se une la excesiva incidencia de factores psicológicos en el mercado bursátil, que acentúan aún más su separación respecto del sistema productivo y, de hecho, lo invalidan como mercado de financiación a largo plazo para las empresas, y el deterioro de las expectativas empresariales que restringen la inversión a la de reposición, el panorama general resulta poco halagüeno, y preocupante de cara a la competencia en el mercado único de 1993⁽³⁾.

Atendiendo a diversas fuentes que ofrecen datos de las empresas españolas con un menor desfase de la actualidad que la Central de Balances, el deterioro en los indicadores empresariales ya era patente desde 1989, si bien con una incidencia desigual por tipos de empresas y/o sectores de operación.

Las medianas y pequeñas⁽⁴⁾, por ejemplo, escasamente representadas en el agregado de la Central como luego se verá, ofrecían en 1989, frente a las mismas magnitudes de un año antes, una caída del 6% en el resultado neto total respecto a la cifra de negocio; un endeudamiento excesivo, con una cifra de fondos propios que no alcanzaba el 20% del pasivo total; una progresiva falta de liquidez, con un aumento de los impagados, y un incremento en la masa salarial, que aparejaba el efecto antes apuntado de la contratación temporal, dando lugar a que tan sólo un 46% de sus empleados tuviesen un contrato indefinido.

En el otro extremo, las grandes empresas que cotizan en Bolsa⁽⁵⁾ ofrecen durante los nueve primeros meses de 1990 indicadores semejantes, aunque matizados por su sector de operación. en su conjunto, la cifra de beneficios antes de impuestos aumentó

(3) Debe citarse, a este respecto, la escasa dimensión de nuestras empresas desde la perspectiva internacional comparada. En 1989, por ejemplo, sólo se encontraban 15 empresas españolas entre las primeras 500 grandes empresas europeas por volumen de ventas.

(4) Según informes de la Sociedad de Auditores, Consultores y Asesores Fiscales, PRODEMSA, que analiza un agregado de 100 empresas de esa dimensión en 1989.

(5) Atendiendo, en este caso, al estudio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores [CNMI] sobre las 150 sociedades con mayor capitalización durante los nueve primeros meses de 1990.

un 4,9% respecto al igual período de 1989, pero ello esconde un comportamiento sectorial disímil, ya que, mientras las empresas pertenecientes al sector de la construcción aumentaban el anterior indicador en un 72,7%, las del sector industrial lo veían disminuir en un 23,2%. Descontando la incidencia de las empresas financieras, para obtener un dato más comparable con el agregado de la Central de Balances, las 114 empresas no financieras de mayor capitalización bursátil aumentaron su beneficio antes de impuesto en tan sólo un 2,72% nominal. Cifra, además, poco representativa de la realidad, al basarse en valores nominales, expresados en moneda corriente de años diversos, por la incidencia de tasa de inflación significativas entre ellos⁽⁶⁾.

2.- El agregado de empresas de la central de balances.

En el momento presente, el formato y los criterios contables de presentación de las cuentas anuales de las empresas se encuentran en un período de transición, derivado de la entrada en vigor de la ley 19/1989, de adaptación de la legislación mercantil española a las directivas comunitarias, y la próxima implantación, probablemente a partir del 1º de enero de 1991, del Nuevo Plan General de Contabilidad. Tal vez por anticiparse a ello, o tal vez por sumarse a la ruptura de tendencias en los indicadores empresariales, la Central de Balances ha roto su particular secuencia de publicaciones ofrecidas hasta el momento con el documento de 1990.

Desde la perspectiva de análisis externo, el nuevo formato introducido supone una evidente pérdida de información: han desaparecido respecto de anteriores documentos, la "muestra común", el desglose por agregados de empresas públicas y privadas, la consideración específica del sector de empresas energéticas y el cuadro completo de *ratios*; ofreciéndose en contrapartida una presentación más completa desde la óptica de Contabilidad Nacional y una poco útil -por lo heterogéneo de los años, los datos y los criterios de elaboración de los mismos- comparación internacional de industrias manufactureras, referida a los países de la CE. Estados Unidos y Japón. Al propio tiempo, se incluyen, bajo la óptica de contabilidad empresarial, las tasas de variación de las magnitudes de todos los estados básicos, pero calculadas en valores nominales, sobre cifras corrientes de cada año, lo cual resulta poco significativo, cuando no engañoso al comparar series largas de datos, habida cuenta de las diferentes tasas de inflación producidas a lo largo del intervalo total.

Desde la perspectiva empresarial, la aportación de la central se ciñe básicamente a los estados de Resultados, de Equilibrio Financiero, de Origen y Aplicación de Fondos y de Recursos Generados del agregado de empresas totales, en valores absolutos corrientes y estructura porcentual, que han constituido la base de los cálculos de

(6) Así, considerando la tasa de inflación del 5,5%, verificada durante este período de estudio, el anterior incremento nominal del 2,72% se convierte en una disminución del 2,64%

magnitudes y *ratios* efectuados en este análisis. Puede observarse en ellos la adición del año inmediato anterior a cada uno de los del intervalo, puesto en respectiva equivalencia en cuanto a las empresas componentes con los propiamente representativos de éste, a efectos de facilitar el cálculo de las tasas de variación y de las magnitudes patrimoniales medias en los *ratios* de rentabilidad.

No procede extenderse demasiado en la metodología seguida por la Central de Balances, tal vez la única posible teniendo en cuenta el especial pudor con que nuestras empresas ocultan su información "pública"; sobre todo teniendo en cuenta que hemos prestado una especial atención a la misma en anteriores trabajos⁽⁷⁾. Pero para demostrar que la discusión metodológica no es en absoluto banal, no nos referimos a transcribir algunas afirmaciones que constan, por vez primera en muchos casos, en el estudio de la Central de Balances del presente año, y que enjuician aspectos ya tratados en nuestras publicaciones de forma muy parecida.

En palabras de la central⁽⁸⁾, se trata de una "muestra" peculiar, con algunos sesgos, que la escoran hacia la gran empresa pública, con elevado peso del personal con contrato indefinido, e implantados fundamentalmente en los sectores energético, de transporte y comunicaciones, y químico. Las empresas del agregado no son comunes a todos los años de la serie, aunque cada año existe información sobre las mismas empresas en el año anterior. Esto permite calcular, además de estructuras, tasas de evolución (sobre valores corrientes de cada año), lo que ahorra referirse a las empresas comunes, cuyo número es muy reducido cuando se trata tres o más períodos. La base de cada año, además permanece abierta un tiempo posterior a su elaboración y presentación pública de datos, ya que cuanto más se demore la solicitud más empresas formarán parte de la misma.

De una lectura atenta de las citas anteriores es fácil colegir las limitaciones del agregado que se nos ofrece para cada año, que nunca constituyó una muestra estadística y que en el presente ejercicio deja también de ser un panel de empresas comunes, y lo aventurado de generalizar el estudio de su situación como el de la "empresa española".

Ahora bien, si la discusión metodológica siempre es fructífera, y las afirmaciones anteriores son una buena prueba de ello, el persistir por nuestra parte en otras metodologías operativas que estimamos más idóneas, mediante el recálculo de la central, como hemos hecho en anteriores ocasiones, ya no sólo resulta estéril, sino del todo imposible, al haber desaparecido de la publicación los datos básicos sobre los que se habían formulado. El estudio que sigue se ciñe, en consecuencia, a los datos "que hay",

(7) MAROTO, J.A.: "Los resultados de las empresas privadas españolas (1983-1986)" Papeles de Economía Española, Nº 36 (1988). Págs. 262-275.
MAROTO, J.A.: "Evolución de la rentabilidad y de sus factores explicativos (1982-1987)". Papeles de Economía Española, Nº 39 (1989). Págs. 376-396.

(8) Banco de España: Op. cit. Págs. XIV, XIX, XXIII y XXIV.

y no a los que, en nuestra opinión, "debería haber".

A efectos de caracterizar someramente la base de datos utilizada, se indica seguidamente el número de empresas que componen el agregado de cada año:

<u>Año que define la base</u>	<u>Nº de empresas(31/12/90)</u>	<u>Situación de la base</u>
1982	2.057	cerrada
1983	3.276	cerrada
1984	4.119	cerrada
1985	5.111	cerrada
1986	6.492	cerrada
1987	7.572	cerrada
1988	6.855	abierta hasta 3/91
1989	4.656	abierta hasta 3/92

Tomando los datos de 1988, puede apreciarse la composición de las empresas del agregado, atendiendo a su dimensión, en función del número de trabajadores en plantilla, y a su carácter público o privado.

	<u>Públicas</u>	<u>Privadas</u>	<u>Totales</u>
hasta 49 trabajadores	131(37,7)	3.907(60,0)	4.038(58,9)
de 50 a 499 "	126(36,2)	2.281(35,1)	2.407(35,2)
<u>de 550 y más "</u>	<u>91(26,1)</u>	<u>319(4,9)</u>	<u>410(6,0)</u>
Totales	348 (100)	6.507 (100)	6.855 (100)

Empresas que, caracterizadas por sus magnitudes promedio, y diferenciadas por su carácter público o privado, ofrecen las siguientes cifras representativas de cada uno de los agregados básicos:

Empresa-tipo del agregado de:	Nº trabajadores		Valor añadido ajust. (millones ptas.)	Ventas
	Fijos	No fijos		
Empresas públicas	1145	65	7.167,7	14.452,3
Empresas privadas	136	21	785,4	2.709,1
Empresas totales	187	23	1.109,8	3.305,2

Todo lo cual reafirma las observaciones previas acerca del sesgo de las empresas que se ofrecen para el análisis, y matiza las conclusiones que puedan obtenerse de su estudio; que pasamos ya a realizar aplicando la metodología usual de los *ratios*, mediante un cuadro completo e integrado de los mismos, al tiempo de detenernos también en determinar dos indicadores potencialmente relevantes, como puedan ser el empleo, los recursos generados y la participación en las rentas de los grupos concurrentes a la actividad empresarial. Es oportuno recordar en este punto que los datos de 1988 son provisionales y los de 1989, un avance; y que ambos ejercicios se ofrecen según la composición de sus respectivas bases, aún abiertas, en noviembre de 1990.

3.- Situación patrimonial.

Basta estudiar de manera superficial los estados de Equilibrio Financiero del agregado total de empresas entre 1982 y 1989, cuya estructura fundamental se visualiza en el gráfico nº 1 para detectar los rasgos definitorios del proceso de ajuste llevado a cabo por las empresas hasta 1985, de la expansión iniciada en 1986 y del atemperamiento de ésta que produce en 1989.

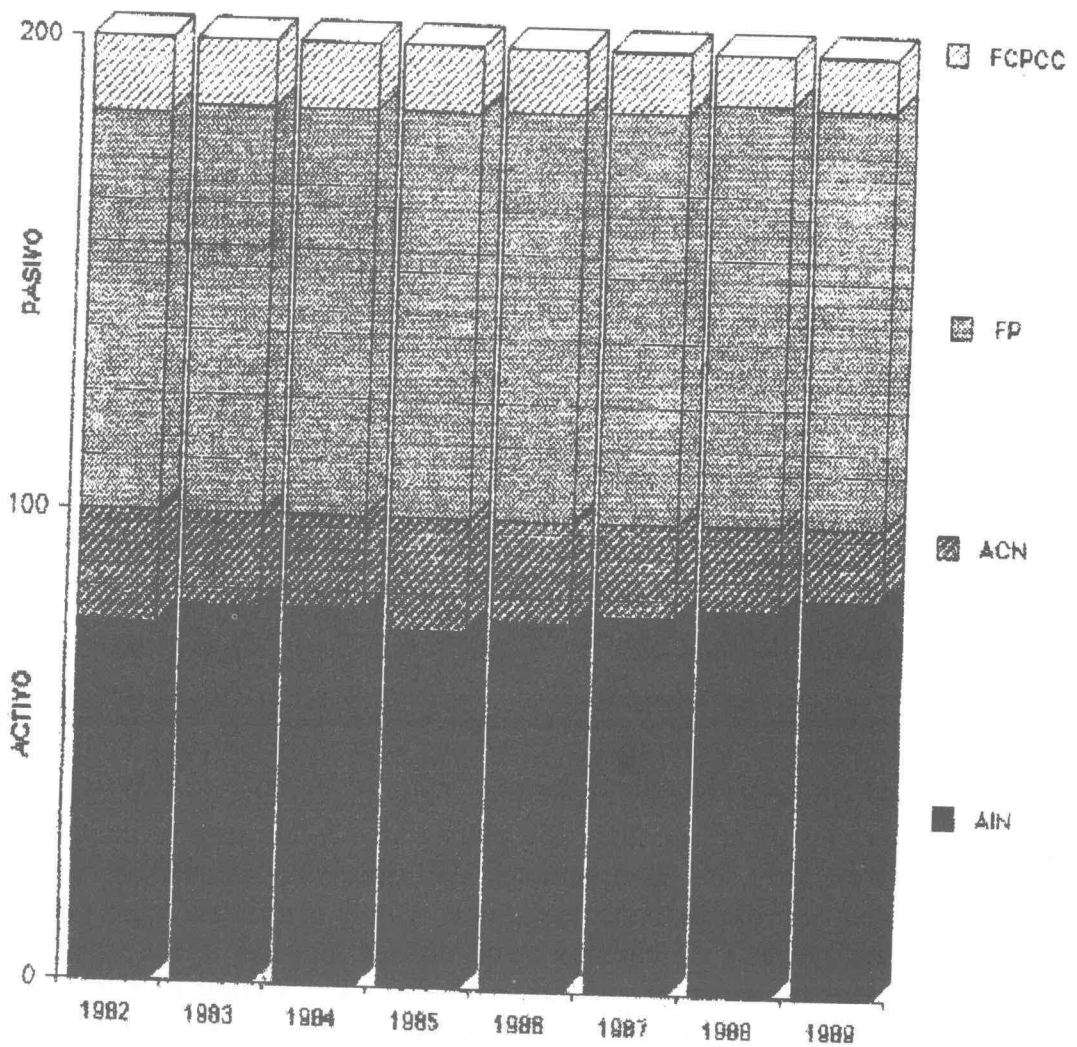
En cuanto el activo inmovilizado neto (AIN), y a partir de las reducidas cifras de inmovilizado material de 1985, derivadas de las desinversiones por sobredimensión de actividades y reestructuración de procesos, las empresas acometieron nuevas inversiones a medio y largo plazo cuyos efectos están presentes aún en 1989 y muestran la estructura fija más sólida de todo el período, aun con las mayores amortizaciones efectuadas. Desde el lado del activo circulante neto (ACN), más sensible a las actuaciones coyunturales, es cuando se percibe el cambio de tendencia de 1989; con una reducción de todas las partidas indicativas del nivel de actividad, como es posible consecuencia de una posible recesión de la demanda, que parece conllevar también tensiones de liquidez y una mayor cifra de acreedores por operaciones ajenas a la explotación.

La financiación permanente (FP), cuyo peso en el pasivo total había crecido ininterrumpidamente desde 1985, debido a la recomposición de las deudas y a la mayor autofinanciación empresarial, se estanca en 1989; debido, precisamente, a la reversión de tales actuaciones, con un menor peso de la financiación mediante obligaciones, préstamos y créditos a medio y largo plazo, y un estancamiento en la autofinanciación. Como consecuencia, es la financiación a corto plazo con coste (FCPCC) la que adquiere de nuevo en 1989 un mayor protagonismo, debido a la mayor apelación a los préstamos a corto plazo de todo tipo.

Para un análisis más refinado de tales percepciones iniciales, se ha elaborado el cuadro de *ratios* nº 1, que confirma y amplía lo ya dicho.

GRAFICO Nº 1

Evolución de las masas patrimoniales básicas en el Estado de Equilibrio Financiero del agregado total de empresas



CUADRO Nº 1

(Datos en %)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1.1 Estructura del capital económico								
Activo inmov. neto/Activo neto	76,4	80,4	80,0	76,5	78,3	80,4	81,8	84,5
Existencias/Activo neto	17,9	15,4	13,3	12,7	12,4	12,8	12,9	11,9
Clientes/Activo neto	26,4	19,0	17,8	18,0	19,7	20,7	20,3	18,1
Clientes/Proveedores	159,6	155,5	176,1	172,4	169,3	164,6	166,0	170,8
Tesorería/Activo neto	4,7	4,0	4,0	3,7	3,8	3,9	3,4	2,6
1.2 Funcionalidad del capital económico								
Dotación amortiz./Inmov. material	4,2	3,9	4,4	4,7	4,9	4,9	5,1	4,9
Amortiz. y prov. inmov./Inmov. mat.	33,4	30,7	31,3	32,9	36,0	37,7	39,6	39,3
Dotación amortiz./Recursos generados	97,6	80,5	79,3	66,3	58,7	48,8	45,4	48,8
1.3 Estructura del capital financiero								
Rec. ajenos tot. coste expl./Patrim. neto	127,4	141,2	119,5	120,0	107,1	94,4	81,8	81,5
Reservas (no act. ni reval.)/Capital	-	43,3	43,7	54,3	59,0	73,9	90,8	96,8
Rec. aj. corto coste exp./Rec. tot. coste exp.	27,8	26,8	25,8	26,3	25,6	26,5	24,3	25,1
Patrimonio neto/Financ. permanente	52,1	54,5	53,0	53,1	55,7	59,0	61,8	62,1
1.4 Cobertura del capital económico								
Financ. permanente/Activo inmov. neto	110,6	106,6	107,4	112,0	110,7	108,4	108,8	105,1
Reservas (no act. ni rev.)/Act. inmov. neto	-	9,6	10,1	14,1	16,7	21,8	27,0	27,0

La estructura del capital económico sigue siendo fundamentalmente sólida en 1989, e indica que los planes de inversión planeados previamente se mantienen por parte de las empresas; pero los componentes del circulante evidencian una recesión de la actividad derivada de la menor demanda, que se manifiesta tanto por la reducción del nivel de existencias y de clientes como por las mayores dificultades para vender, que requieren otorgar mayores créditos y plazos a los clientes que los que se reciben de proveedores, y que condicionan, a la par que un mayor coste de oportunidad ante el encarecimiento del crédito, una menor liquidez.

La funcionalidad, y sobre todo su potencial futuro, de ese capital económico se deteriora ligeramente en 1989. La menor generación de recursos, que luego se analizará con mayor detalle, hace que el mayor peso de las amortizaciones en ellos penalice las

dotaciones por saneamiento y perjudique en el medio plazo la calidad de los activos de explotación, de persistir el estancamiento de la demanda. Las dotaciones por amortización disminuyen en su relación con el activo inmovilizado bruto y se retrotraen a las cifras de 1986, y la amortización y provisiones acumuladas respecto de igual magnitud disminuyen por vez primera en su tendencia primera desde 1985; como posibles indicios de que se mantienen las dotaciones por amortización, se reducen las de saneamiento y se acometen algunas nuevas inversiones, además de las de reposición, alentadas por los resultados favorables de 1988.

La estructura financiera refleja igualmente la quiebra de la tendencia anterior de recomposición de las deudas, con un nuevo incremento de los recursos a corto con coste explícito respecto del total de las deudas. Si bien se mantiene la acumulación positiva de reservas, como fruto también de los resultados favorables de 1988, con la correspondiente incidencia beneficiosa sobre los *ratios* de endeudamiento en los que se evalúe el patrimonio neto, ya sea sobre recursos totales o sobre financiación permanente; aunque se detecta en este punto una atemperación de las tendencias crecientes anteriores.

Finalmente, al poner en relación las masa patrimoniales activas y pasivas en los *ratios* de cobertura, es cuando de nuevo se manifiesta la pérdida de funcionalidad, ya que la financiación permanente cubre una menor proporción del activo y movilizado neto y las reservas se estabilizan en proporción del activo inmovilizado neto y las reservas se estabilizan en proporción de igual indicador.

4.- Actividad, participación en rentas y empleo.

Los estados de Resultados del agregado total de empresas sintetizan la evolución de las variables-flujo esencialmente económicas de la actividad empresarial y, a falta de una mayor corrección sobre el ciclo interno de transformación, permiten la aproximación al nivel de actividad, a la estructura de costes y a la participación de los titulares de los diferentes factores en las rentas satisfechas por las empresas.

Una primera aproximación a dichos estados y a sus principales escalones -valor añadido ajustando el coste de los factores (VAA), resultado económico bruto de explotación (REBE), resultado económico neto de explotación (RENE), y resultado neto total (RNT)- nos muestra las tendencias recogidas en el gráfico nº 2.

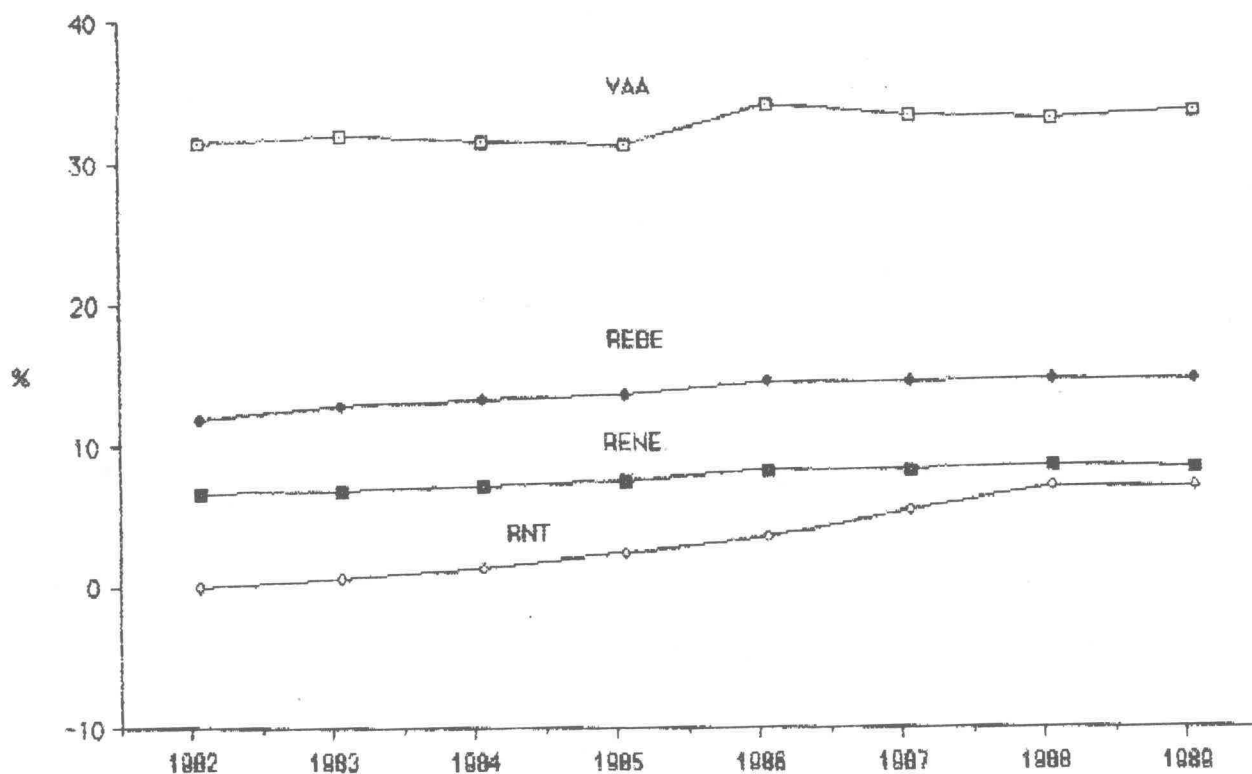
La evolución del valor añadido respecto de la cifra de producción o venta de mercaderías más subvenciones se mantiene durante 1989, pero es en los escalones inferiores donde se detectan los factores que justifican el cambio ya apuntado. El incremento en los gastos de personal condiciona la ligera disminución del resultado bruto de explotación; el producido en las dotaciones de amortización, aún con las menores dotaciones por saneamiento, el del resultado neto de explotación, y el de los gastos

financieros, la estabilización del resultado neto total.

Para evaluar esa incidencia de las cifras absolutas de manera más precisa, se ha calculado el cuadro de *ratios* nº 2, en el que se aprecia claramente que, si bien el valor añadido se mantiene en una proporción similar de la cifra de negocio a lo largo de todo el intervalo, la eficiencia en la utilización de los activos para conseguirlo disminuye en 1989, y hasta un nivel, además, inferior al de 1986, como posible reflejo de una recesión en la actividad que hace ineficiente la dimensión conseguida, planteada bajo unas expectativas de crecimiento más optimistas.

GRAFICO Nº 2

Evolución de los principales componentes de la Cuenta de Resultados del agregado total de empresas



CUADRO Nº 2
(Datos en %, salvo indicación contraria)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
2.1 Actividad								
VAA/Prod. o vta. mercad. y subvenc.	30,8	31,3	30,9	30,8	33,5	32,9	32,7	33,3
VAA/Activo inmov. neto	36,8	31,4	31,6	34,3	38,0	40,2	40,3	37,0
2.2 Estructura de los principales costes								
Gtos. de personal/Prod. o vta. merc. y subv.	19,7	19,3	18,3	17,8	19,4	18,9	18,5	19,2
Gtos. financieros/Prod. o vta. merc. y subv.	8,6	8,9	9,2	7,5	6,9	6,1	5,3	5,7
2.3 Participación en rentas								
(% sobre el total de cada año)								
Gtos. de personal	56,2	53,6	51,0	50,5	51,8	50,9	49,4	50,9
Gtos. financieros	24,4	24,6	25,7	21,1	18,4	16,4	14,1	15,2
Tributos e impuestos s/beneficios	7,9	6,9	6,6	7,1	6,3	6,9	7,3	5,1
Dividendos y otros	4,1	3,7	3,9	4,1	4,5	5,4	6,6	6,2
Autofinanciación bruta	7,4	11,2	12,8	17,2	19,0	20,4	22,6	22,6
2.4 Empleo								
Empresas totales (nº)	2057	3276	4119	5111	6492	7572	6855	4656
Trabajadores totales (nº, en miles)	1232,8	1346,6	1351,9	1376,2	1427,9	1504,3	1439,7	1172,4
Coste salarial/Trabaj. (miles ptas.)	1695	1927	2094	2302	2526	2734	2990	3430
Sueldo o salario/Trabaj. (miles ptas.)	-	1474	1610	1781	1927	2070	2260	2589
Tasa variación empleos totales	-1,4	-0,7	-1,8	-1,2	0,8	0,9	1,7	2,4
Tasa variación empleos fijos	-2,0	-1,0	-2,3	-2,0	-0,6	-0,7	0,0	-0,3
Tasa variación empleos no fijos	9,2	3,5	7,9	11,5	21,5	18,2	18,3	26,9

La estructura de los principales costes, por su parte, confirma la percepción generalizada acerca de la relevancia de la masa salarial y del coste de la financiación en el cambio de tendencia.

Recurriendo al concepto de ventas se puede calibrar mejor esa participación de los trabajadores y de los financiadores en el resultado de la actividad empresarial. Dichas

rentas no son sino la remuneración que corresponde a los diferentes titulares de los factores de producción, en sentido amplio, por su concurrencia a la generación de valor en la empresa: gastos de personal, al factor trabajo; gastos financieros, a los titulares del capital de deuda; impuestos y tributos, al Estado y entes públicos, "aportantes" de la infraestructura económica básica; dividendos y otros, a los titulares del capital de riesgo, y autofinanciación bruta, amortizaciones, saneamiento y reservas, a la empresa en sí misma. Su montante global, en cada año, se calcula sumando al valor añadido ajustando los tributos, y los productos y cargas, extraordinarios y atípicos, que no remuneren estrictamente a alguno de los factores previamente apuntados.

En el gráfico nº 3 se visualiza el "juego" de la participación porcentual en las rentas obtenidas por la empresa cada año, a lo largo de todo el intervalo. Puede así confirmarse lo dicho anteriormente: en 1989, los trabajadores y titulares de capital de deuda "ganan", y rompen su tendencia decreciente de años anteriores, participando en mayor medida en la renta global; la empresa conserva su participación en concepto de autofinanciación bruta; y "pierden" los accionistas, el estado y los entes públicos. No obstante, debe resaltarse la evolución producida desde 1982; sobre todo en la postura de las empresas, que han sido las netas beneficiarias del proceso de ajuste producido.

Para completar el análisis del factor trabajo, resulta interesante observar las tasas de evolución del número de personas empleados, discriminando en ellas entre quienes ostentan contratos indefinidos y parciales, así como la retribución (para el trabajador) y carga salarial (para la empresa) media por empleado, tomando como bases los agregados de empresas en cada año. Así, puede apreciarse que durante el proceso de ajuste anterior a 1985 se perdieron empleos hasta tasas del 1,8% anual, y se crearon desde 1986, hasta la cifra de 1989 (2,4%) que supone la mayor tasa de incremento interanual del período. Pero si se estudia la evolución separada del personal fijo y no fijo, se confirma la percepción de que la creación de puestos de trabajo en los últimos años lo ha sido, exclusivamente, mediante las diversas formas de la contratación temporal: el personal fijo de las empresas del agregado total no se ha incrementado en ninguno de los años estudiados, en tanto que el no fijo lo ha hecho sistemáticamente desde 1982; de tal modo, que el anterior incremento de 1989 se explica por una disminución en los empleos fijos, respecto de 1988, de un 0,3%, y por un incremento en los no fijos del 26,9%. La síntesis de la actuación del agregado empresarial en este apartado parece clara: ante el incremento de la carga salarial forzado por los trabajadores, la empresa opta por la rescisión de contratos por tiempo indefinido y su sustitución por contratos temporales; definiéndose así sendas actuaciones con las que, probablemente, todos pierden a medio plazo.

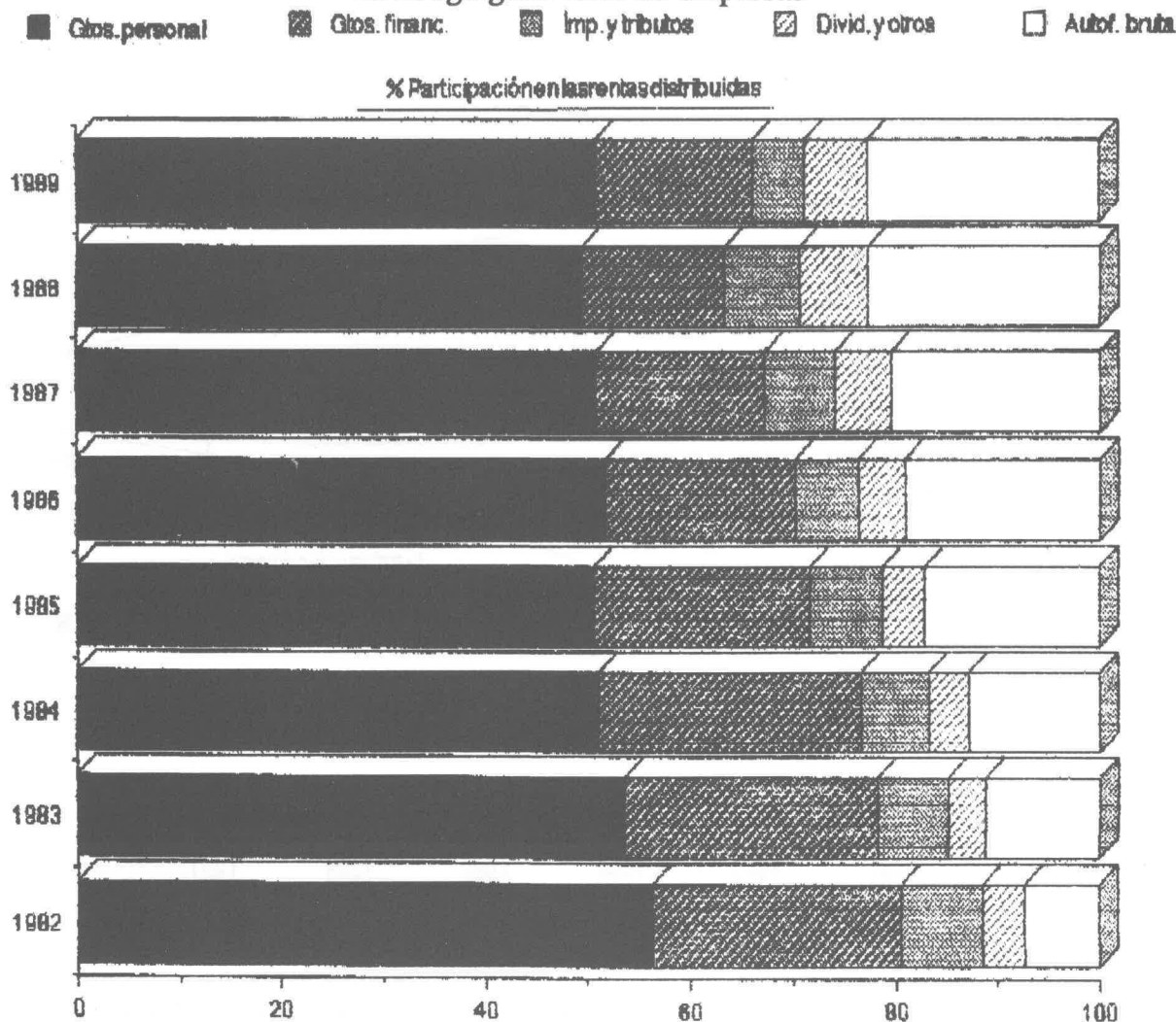
5.- Recursos generados, rentabilidad y solvencia.

Las limitaciones del resultado neto total como indicador de eficiencia empresarial son bien conocidas y generalmente compartidas, y emanan de sus caracteres de

relatividad, subjetividad y temporalidad. Para paliarlas, se recurre a conceptos que lo integren y que resulten mayormente explicativos, como es el caso del *cash-flow*, entendiendo como recursos generados⁽⁹⁾, o a indicadores que lo relativicen, por comparación con magnitudes relevantes de la actividad, del capital económico y del patrimonio neto, en las diversas versiones de la rentabilidad. Este cuadro usual del análisis resuntivo de la situación empresarial es el seguido aquí, complementado con el estudio de la solvencia a diferentes plazos temporales, como variable próxima al riesgo de la actividad empresarial.

GRAFICO Nº 3

Evolución de la participación de los grupos perceptores de Rentas en el agregado total de empresas

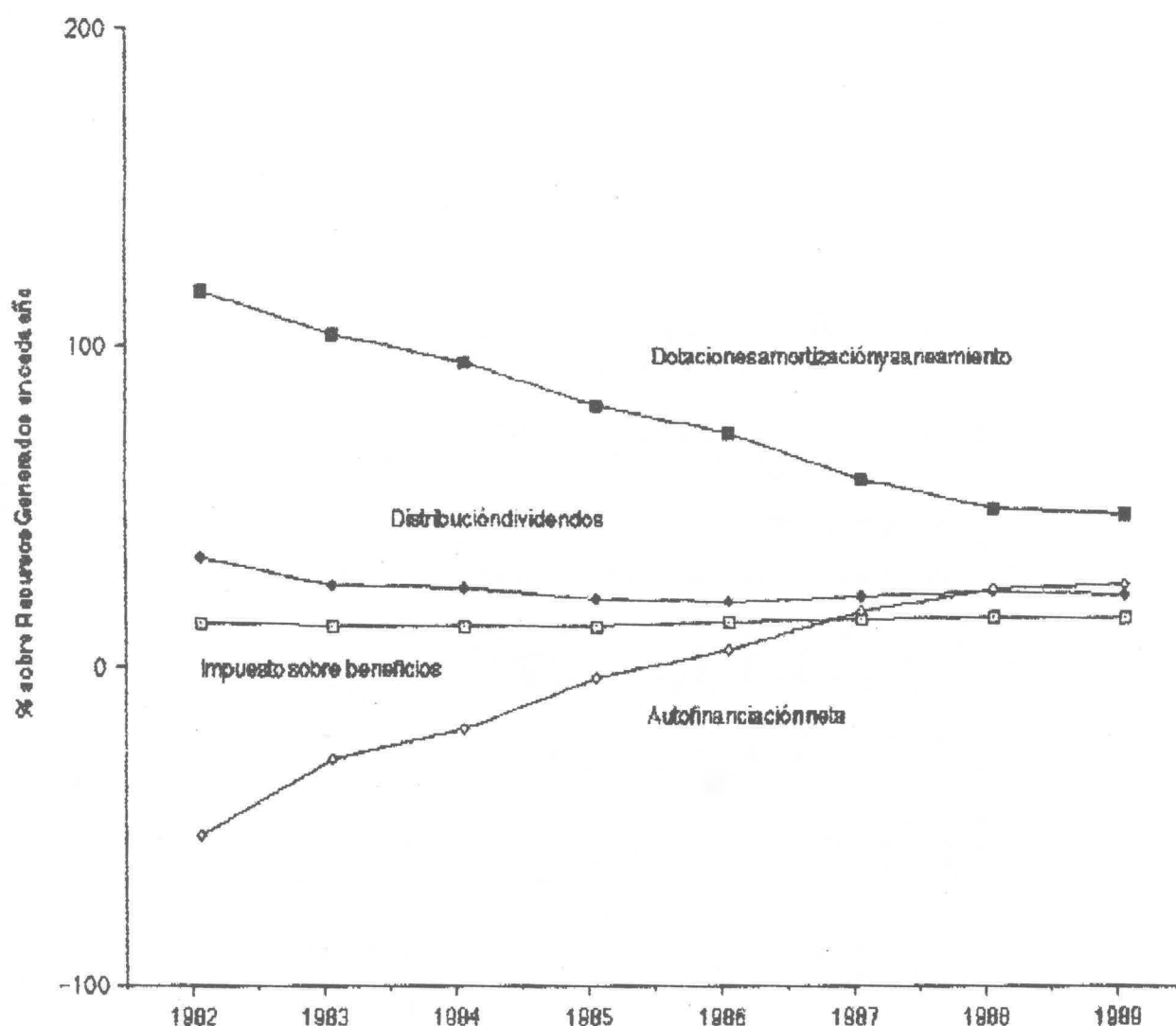


(9) Resultado neto total antes de impuestos más amortizaciones, provisiones y provisiones de explotación y otros; en terminología de la Central de Balances. La otra versión del *cash-flow* es evidente, la de flujo neto de tesorería.

Los recursos generados se analizan -en cuanto a los componentes de su distribución en cada uno de los años, dotaciones por amortización y saneamiento, impuesto sobre beneficios, dividendos, y beneficios no distribuidos o autofinanciación neta- en el gráfico nº 4.

GRAFICO Nº 4

Evolución de las asignaciones de los Recursos Generados del agregado total de empresas



Encontramos, de esta forma, en la distribución de los recursos generados durante 1989, de nuevo, la disminución de amortizaciones y saneamiento aunque englobando los efectos del aumento de aquéllas y de la disminución de este; la tendencia estable en el pago del impuesto sobre beneficios; la ligera disminución de dividendos, y la creciente

acumulación de reservas, que mantienen la tendencia de años anteriores y que hasta 1985 había sido negativa, con una descapitalización *de facto* de las empresas del agregado.

Para el estudio integrado de la rentabilidad, se ha elaborado el cuadro de *ratios* nº 3⁽¹⁰⁾, en el que la rentabilidad económica (ROI) se explica por el producto del margen económico por la rotación; y la rentabilidad de los fondos propios (ROE), antes de impuestos, por el "efecto palanca", función de la rentabilidad económica, el coste aparente de las deudas (K) y el *ratio* de endeudamiento (deudas capitales propios).

CUADRO Nº 3

(Datos en %)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
3. Rentabilidad								
3.1 Margen económico								
(RNT+gtos. financ.)/(Prod. o vta. y sub)*	8,4	9,4	10,2	9,6	9,9	11,5	12,4	13,1
3.2 Rotación								
(Prod. o vta. y sub.)/(Activo neto)*	90,5	83,7	80,6	85,2	88,1	95,0	98,1	91,3
3.3 Rentabilidad económica (ROI)								
(RNT+gtos. financ.)/(Activo neto)*	7,6	7,9	8,2	8,2	8,7	11,0	12,2	11,9
3.4 Coste aparente de recursos ajenos (K)								
Gtos. financ./(Rec. ajenos tot. coste exp.)*	15,4	14,7	14,4	12,3	11,5	12,2	11,8	12,3
3.5 Endeudamiento								
(Rec. aj. tot. coste exp.)/(Patrim. neto)*	116,3	116,7	119,5	118,5	112,8	100,2	87,3	83,8
3.6 Rentab. rec. propios (ROE), antes imp.								
Rtdo. neto total/(Patrimonio neto)*	-1,3	0,0	0,8	3,3	5,5	9,8	12,5	11,6

Estos indicadores sintetizan las causas del cambio en la situación empresarial en 1989. Por lo que se refiere al descenso en la rentabilidad económica, que rompe por vez primera la tendencia creciente desde 1982, la causa fundamental es la caída en la rotación del activo neto como concatenación de la dimensión optimista de éste y la

(10) En este caso se ha seguido el criterio usual de referir la rentabilidad de valores patrimoniales medios, calculados para cada año como promedio simple de sus correspondientes cifras y de las homólogas del mismo agregado de empresas un año antes.

recesión de las actividades; la cual no puede subsanarse con el aumento del margen económico, que evidencia el potencial de actuación frente al mercado, trasladando sobre él aumentos nominales en los precios.

Esa disminución de la rentabilidad económica se confronta, a su vez, con un coste aparente de las deudas creciente que, de nuevo, es superior a dicha rentabilidad, con lo que la diferencia entre ambos indicadores se hace negativa; y aunque el efecto amplificador de tal diferencia se reduce, debido al menor *ratio* de endeudamiento aparejado por la acumulación positiva de reservas, la consecuencia final es la de restar puntos a la rentabilidad económica para definir una rentabilidad de los fondos propios inferior a aquélla.

En el gráfico nº 5 puede visualizarse el anterior efecto y su evolución a lo largo del período para el agregado total de empresas. A la luz de los datos manejados, puede observarse cómo se pierde en 1989 el efecto palanca amplificador que se había recuperado por vez primera un año antes desde finales de los setenta.

Debe indicarse, no obstante, que el comportamiento de empresas públicas y privadas no ha sido similar a este respecto, como puede apreciarse en los gráficos nº 6 y 7. El agregado de empresas públicas de la Central de Balances ha mantenido sistemáticamente un efecto palanca reductor a lo largo de todo el intervalo; en tanto que el de empresas privadas recuperó el efecto amplificador claramente en 1988 y parece conservarlo aún en 1989, pese a la impresión pesimista que traslucen para años sucesivos las tendencias más recientes de sus factores explicativos.

Para complementar el análisis de la rentabilidad, se ha calculado el cuadro de *ratios* nº 4, con indicadores de solvencia a corto, medio y largo plazo, al objeto de evaluar a su través el riesgo vinculado con la actualidad empresarial.

En los *ratios* de solvencia a corto, relacionados con las deudas contraídas con las empresas y exigibles a ese plazo, se evidencia una menor liquidez, en cualquiera de sus acepciones inmediata, ordinaria o amplia y de ahí un mayor riesgo de impago. La menor capacidad de autofinanciación y el mayor recurso a la financiación a corto implican, igualmente, una situación de mayor riesgo potencial ante recesiones puntuales en la actividad de las empresas.

La solvencia a medio y largo plazo resulta menos perjudicada por la situación de 1989, al depender de relaciones estructurales con un mayor grado de permanencia aun cuando, a medio plazo, la elevación de los gastos financieros quiebra la tendencia decreciente que mantenían los *ratios* que evalúan el riesgo de suspensión de pagos contractuales y que los relacionan con el beneficio antes de intereses y de impuestos, y con la capacidad de autofinanciación. La solvencia a largo plazo no se afecta y continúa reflejando un riesgo de quiebra prácticamente inexistente en las empresas del agregado.

CUADRO Nº 4

(Datos en %)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
4.1 Solvencia a corto plazo								
Tesorería/Pasivo exigible a corto	11,1	10,4	11,3	10,2	10,3	9,7	8,7	7,1
(Tesor. + dchos.cobro)/Pas. exigible a corto	76,9	73,6	79,3	90,3	89,1	84,9	85,3	79,2
Activo cir. bruto/Pasivo exigible a corto	119,0	113,9	116,7	125,2	122,9	116,9	118,6	111,5
Capacidad autof./Pasivo exigible a corto	9,1	11,6	14,1	17,1	21,4	23,7	27,1	25,9
4.2 Solvencia a medio y largo plazo								
Gtos. financ./(RNT + gtos. financ.)	108,8	100,7	94,9	81,6	70,0	55,9	45,1	46,8
Capacidad autof./Rec. ajen. tot. coste exp.	6,9	8,3	10,1	11,4	15,2	19,5	23,5	21,5
Gtos. financ./Capacidad autof.	201,9	161,9	150,7	102,4	78,0	63,1	50,3	55,7
Activo neto/Rec. ajen. tot. coste exp.	178,5	187,6	183,7	183,3	193,4	205,9	222,3	222,7

GRAFICO Nº 5

Evolución de los indicadores de rentabilidad en el agregado total de empresas

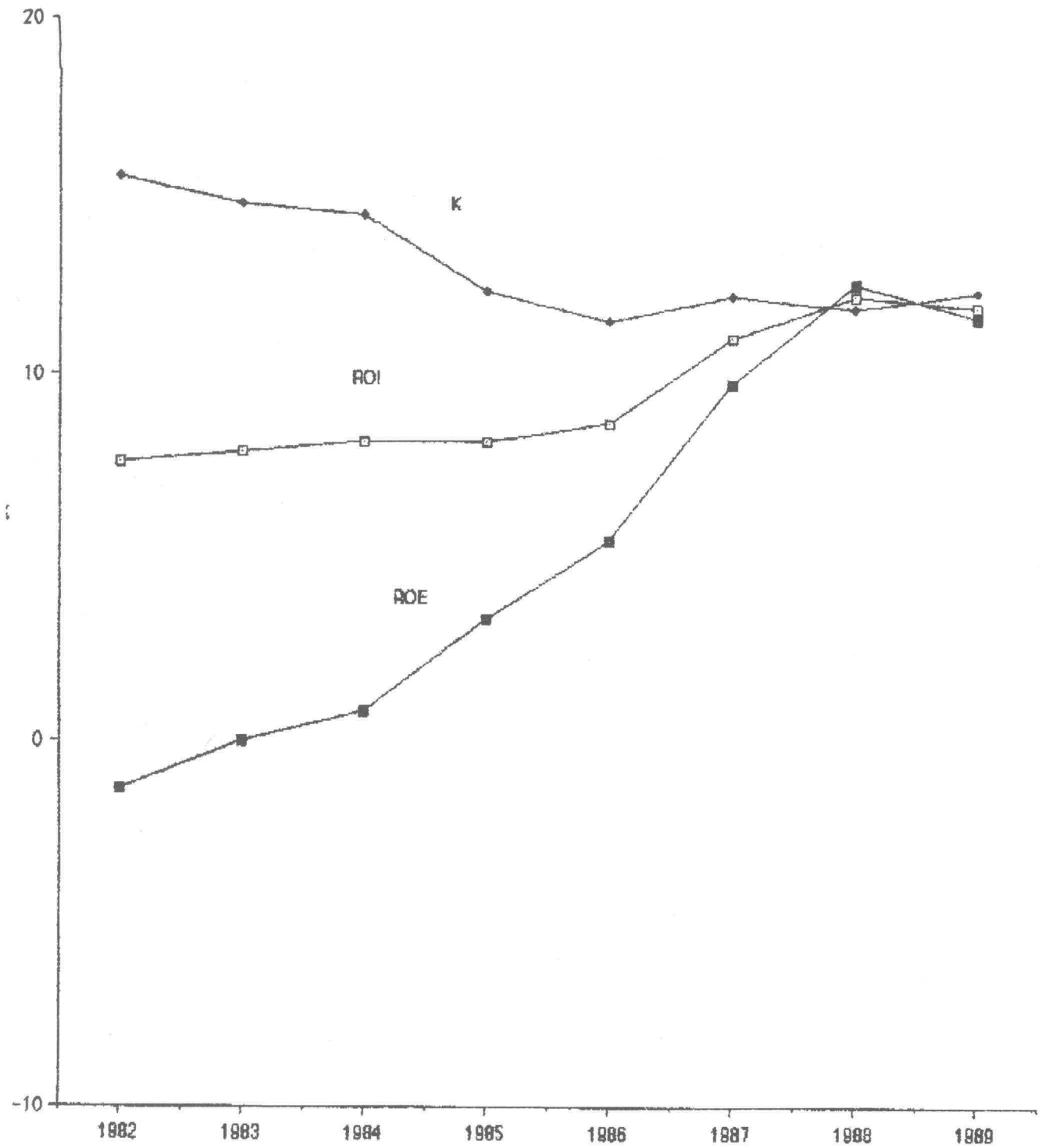


GRAFICO N° 6

Evolución de los indicadores de rentabilidad en el agregado de empresas públicas

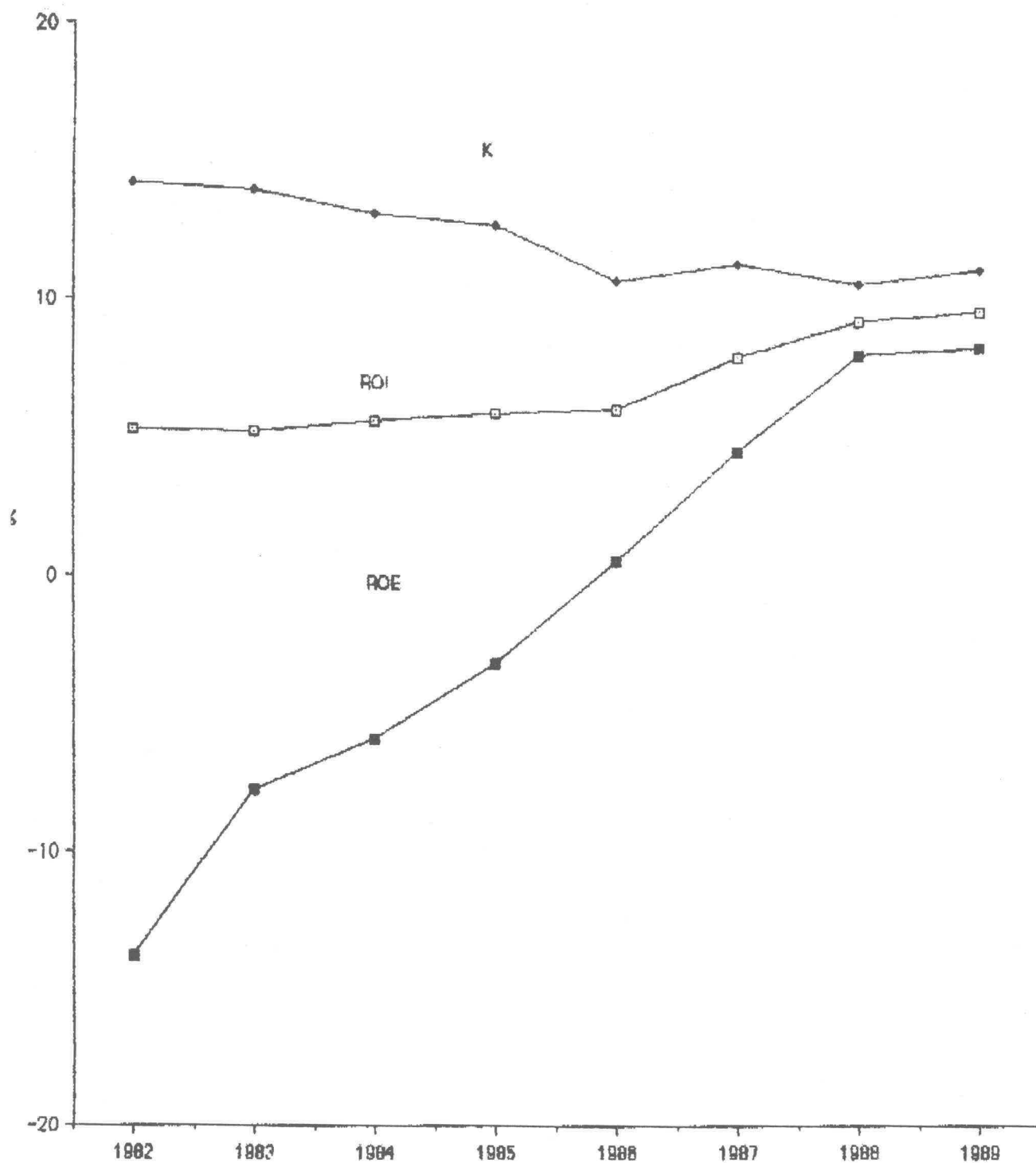
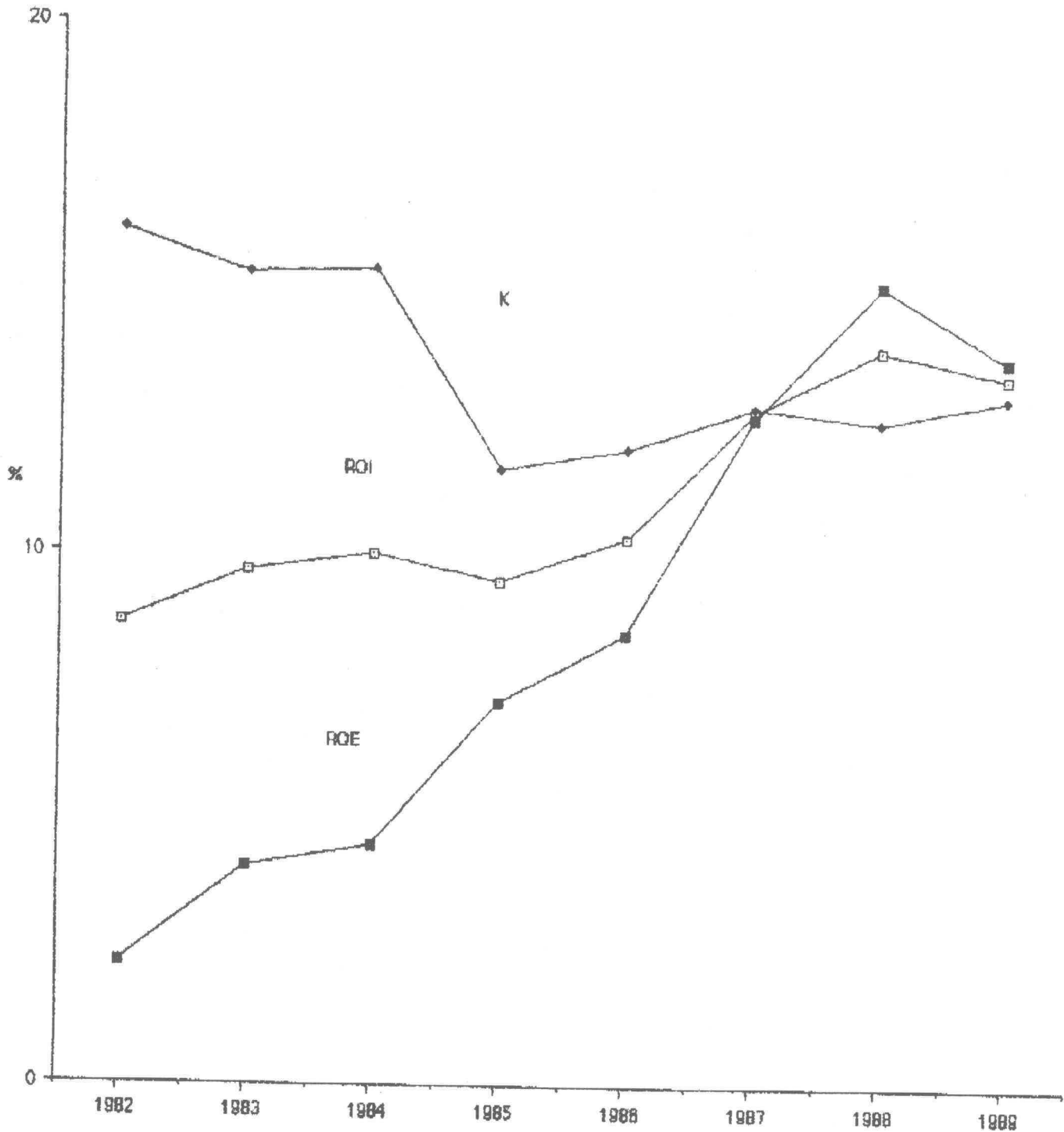


GRAFICO Nº 7

Evolución de los indicadores de rentabilidad en el agregado de empresas privadas



6.- Conclusiones.

El objetivo fundamental de este análisis radica en confirmar o refutar la percepción generalizada acerca de que el ejercicio de 1989 ha supuesto una ruptura en el proceso de crecimiento rentable iniciado por las empresas españolas a partir de 1986, año en el que, a su vez, se había culminado el proceso de ajuste, en sectores y procesos de operación, estructuras patrimoniales y organizativas, y plantillas de personal exigido por el nuevo marco competitivo de la Comunidad Europea.

Ciertos datos recientes y parciales sobre determinados tipos de empresas, pequeñas y medianas, y grandes de elevada capitalización bursátil, apuntan las causas inmediatas y los efectos de dicha ruptura: incrementos en las cargas salariales desvinculados de mejoras en la productividad, y restricciones crediticias y elevación de los tipos de interés, que sólo permiten la financiación a corto y elevan los costes financieros, a la par que generan tensiones de liquidez, conducen tanto a un nuevo deterioro de la situación de la estructura financiera empresarial, como a una disminución del beneficio neto, que resulta ya dramática en 1990 en determinados sectores industriales.

La base de datos utilizada para el análisis es la que proporciona la reciente publicación (nov./1990) de la Central de Balances del Banco de España, referido a los ejercicios 1982 a 1987 con datos definitivos, a 1988 cifras provisionales y al avance de datos de 1989. Esta publicación supone, por su parte, un cambio radical en la presentación de datos que hasta ahora realizaba la Central y en la elección de los agregados que componen la serie histórica, una vez abandonada la "muestra común" que se ofrecía en años anteriores.

Desde una perspectiva formal, la base de datos de la Central de Balances ofrece, en su presentación actual una menor información para el análisis económico-financiero empresarial, al haber desaparecido el desglose por agregados de empresas públicas y privadas, la incidencia en ellas del sector de empresas energéticas, y la ya mencionada, "muestra común". En el plano metodológico, persisten los sesgos y carencias derivados de no ser una muestra estadística ni un panel de datos, y que son ya reconocidas de forma explícita por la propia publicación de la Central.

El análisis efectuado ha tenido en cuenta las anteriores peculiaridades, centrándose en la evolución del agregado de empresas totales entre 1982 y 1989, según la composición variable del mismo en cada uno de los años. su validez se restringe a la mayor o menor representatividad que pueda haber tenido dicho agregado en cada momento, y su aplicación a 1988 y 1989 queda, asimismo, condicionada a la situación final que presenten sus empresas componentes, una vez se cierren la recepción de datos de las mismas.

La metodología seguida ha sido la usual de *ratios*, mediante la propuesta de un cuadro completo e integrado de los mismos que se aplica al estudio de los indicadores fundamentales de la situación empresarial: situación patrimonial; actividad, rentas y empleo, y rentabilidad y solvencia.

La estructura del capital económico de las empresas del agregado es fundamentalmente sólida, tanto por la cifra de sus inmovilizados como por la amortización realizada de éstos en años anteriores; y pone de manifiesto la continuidad de la tendencia inversora, de reposición y nueva, fomentada por las expectativas de rentabilidad existentes desde 1986. No obstante, los componentes del circulante son los que anticipan el cambio de tendencia, al reflejar una disminución en las partidas representativas de la actividad comercial, un mayor peso del crédito de provisión otorgado frente al recibido y una ostensible reducción de la liquidez.

La estructura financiera evidencia, asimismo, la quiebra de las pautas anteriores de recomposición de las deudas. La financiación permanente disminuye su cobertura del inmovilizado neto, debido a la reducción de la financiación ajena a largo plazo, aun con el mantenimiento del peso de la autofinanciación en el patrimonio neto. Pero es también en la estructura pasiva a corto plazo en la que mayormente se observa el cambio, debido al aumento de la financiación a corto con coste.

Los indicadores de actividad traslucen el cambio en los equilibrios patrimoniales y muestran el incremento en los gastos financieros derivados del mayor recurso a la financiación a corto; pero también detecta la incidencia del mayor gasto de personal y la disminución de las dotaciones por saneamiento, con lo que ello puede implicar de perjuicio a la funcionalidad futura de la empresa, de persistir la recesión de la demanda. Estos indicadores anticipan también la mayor ineficiencia en la administración de los activos en cuanto a la generación del valor añadido, que se debe a la confrontación de un inmovilizado resultante de unos planes de inversión planeados desde una previsión optimista de crecimiento del mercado, con una demanda deprimida *de facto*.

Un estudio de la renta empresarial de cada ejercicio y de la participación en ella de los diversos grupos concurrentes como titulares de factores, en sentido amplio, proporciona otro enfoque de las causas de la situación en 1989. La empresa, como perceptora de la autofinanciación bruta ha sido la gran beneficiaria del reparto de rentas desde 1982, como resultado del proceso de ajuste; pero, mientras que su participación en el último año permanece ya estable, la de dos grupos concurrentes, trabajadores y aportantes de capital de deuda, resulta claramente beneficiada en el reparto respecto de años anteriores.

Resulta asimismo interesante profundizar en la evolución del empleo en el agregado durante el período de análisis, ya que ello confirma la reiterada sustitución que se ha producido de contratos indefinidos por otros acogidos a las diferentes modalidades de la contratación temporal. Lo cual parece reflejar un comportamiento defensivo de las

empresas frente al incremento de la masa salarial, en la que conviene distinguir además, entre el comportamiento de los sueldos y salarios y el de las cargas sociales, no siempre idéntico.

Rentabilidad y solvencia sintetizan el estudio de la situación empresarial y reflejan los factores explicativos observados en los restantes bloques del análisis.

En este ámbito la misma composición de los recursos generados evidencia, en 1989, la mayor dotación de amortizaciones y de incremento en las reservas, como resultado probable de la anterior tendencia de crecimiento rentable, con planes de inversión en curso y subsiguientes mayores cifras de inmovilizado, y con rentabilidad de los fondos propios en aumento. Pero también, como anticipo de la nueva situación, la estabilización de los impuestos sobre beneficios, y la disminución de los dividendos y de las dotaciones por saneamiento.

La rentabilidad económica en 1989 muestra claramente el cambio en la situación y quiebra la tendencia creciente de los años anteriores, debido, como ya se había apuntado, a la menor rotación del activo neto, sobredimensionado ante la recesión de la actividad. El margen económico aún crece en dicho año, en parte por la menor cifra de negocio y en parte por la capacidad de trasladar mayores precios al mercado, pero el efecto multiplicador de ambos factores origina una menor cifra resultante.

Esa menor cifra en la rentabilidad económica no alcanza a cubrir el mayor coste aparente de las deudas, y genera otra vez el efecto palanca reductor que, pese a actuar sobre un menor *ratio* de endeudamiento por la acumulación positiva de reservas, explica una rentabilidad de los fondos propios en 1989 inferior a la rentabilidad económica, que rompe, asimismo, la tendencia creciente de dicho indicador durante los años anteriores. Debe considerarse, a este respecto, que el comportamiento de agregados de las empresas públicas y privadas ha resultado diferente a lo largo del período, ya que, mientras las públicas han mantenido siempre el efecto reductor, las privadas parecen conservar el efecto reductor, las privadas parecen conservar el efecto amplificador en 1989, lo que confirma nuestra apreciación sobre la necesidad de realizar estudios diferenciados sobre uno y otro tipos de empresas.

Finalmente, el agregado total de empresas ofrece, mediante el estudio de la solvencia, una situación de riesgo prácticamente nulo en el largo plazo, derivada de su saneada estructura patrimonial fija; un naciente riesgo de insolvencia a medio plazo, por la menor generación de recursos y el incremento de los gastos financieros, y un riesgo evidente de impago a corto, por el mayor recurso a la financiación a ese plazo y la disminución de sus activos de explotación.

La empresa española: estructura y resultados. Equipo dirigido por Eduardo Bueno Campos, Instituto de estudios Económicos, Madrid 1990, 606 páginas.

José Manuel Rodríguez Carrasco.

Existen razones de peso para ofrecer un comentario sobre la segunda edición de este libro, donde aparecen una serie de datos sobre la situación actual de la empresa española y como un cuidadoso análisis de los mismos, cuya lectura suscita diversas interpretaciones.

La obra ofrece una visión global de la empresa española tanto en lo que se refiere a su estructura como a sus resultados. Igualmente, se hace un análisis de lo que puede ser el futuro de la empresa española, así como de los cambios que debe realizar para enfrentarse al reto de los próximos dos o tres años en unos niveles de competencia similares a los de las empresas de su más inmediato entorno.

Se incorporan, en esta segunda edición, la evolución de la economía durante los últimos tres años y los resultados de la Central de Balances del Banco de España, publicados en 1989 y correspondientes a 1988 y anteriores.

Queda patente que no es una obra doctrinal sobre la empresa, sino una descripción de los factores que definen su estructura y una lectura comentada de sus resultados.

Las materias tratadas en **la primera parte**, titulada, "La estructura de la empresa española", son: el sector productivo empresarial en España; la empresa pública en España; tamaño y concentración empresarial; estructura de propiedad de la empresa española; análisis estratégico de la empresa industrial y financiera; el sistema de dirección de la empresa española, y la innovación tecnológica.

El análisis de los resultados económico-financieros se realiza en la segunda parte, apoyándose en los datos de la Central de Balances. Igualmente se hace un análisis de la competitividad de la empresa española y de su situación en el ámbito internacional.

Comienzan la obra los autores con una descripción del escenario actual de la economía española y de los cambios acaecidos en los últimos años. Destaca, en primer lugar, la constante pérdida de protagonismo del sector primario y el lento crecimiento del

sector secundario, que ha llegado a alcanzar una cierta estabilidad en los momentos actuales, si bien con oscilaciones en el sector de la construcción. El cambio más significativo ha sido el crecimiento del sector servicios.

Se constata, asimismo, la evolución positiva del PIB en los últimos seis años, por una serie de factores tanto internos como externos. Sobresalen, entre los factores internos, la reactivación de la demanda interna, el avance de la inversión productiva, la formación bruta de capital fijo y el consumo público. El consumo privado experimenta un crecimiento importante a partir de 1988, si bien con la contrapartida de que la fuerte presión de la demanda interna, por un lado, y de las importaciones de bienes de equipo y de consumo, por otro, han alumbrado un rebrote inflacionista.

Entre los factores externos hay que contar con la clara recuperación de los países occidentales, la depreciación del dólar, y la apreciación de la peseta frente al marco y el yen, circunstancia que ha supuesto un alivio para las importaciones energéticas y de bienes de equipo, aunque, por otro lado, ha perjudicado a las exportaciones no diferenciadas.

En esta reactivación, ha actuado como protagonista la empresa española, la cual, a través de las mejoras externas mencionadas, así como de la flexibilización de los mercados de trabajo y financiero, ha mejorado su rentabilidad y estructura financiera.

El estudio de la empresa pública revela que ésta ha perdido participación en términos porcentuales en la economía nacional, pasando de un porcentaje de participación en la producción de bienes y servicios de 8'8, en el año 1980, a 7'9 en 1986. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, es la magnitud que más puntos pierde, disminuyendo de 12,8% a 9,1% en los mismos años. La explicación se encuentra en la caída de la inversión pública durante los años considerados.

Dos caracteres tradicionales para estudiar la empresa son el tamaño, o dimensión de unidades de producción, y el grado de concentración. No existen medidas estándar para calibrar la dimensión, y entre las comúnmente utilizables, todas tienen sus ventajas e inconvenientes. Los autores optan, empero, por tres medidas comúnmente admitidas:

El *volumen de ventas*, para el que existen estadísticas disponibles y fiables; aunque las variaciones en los precios no tienen por qué coincidir en cada industria.

El *número de empleados*, medida también objetiva y accesible, si bien, tiene el inconveniente de la diferente productividad del factor trabajo y su distinta intensidad frente al factor capital.

Como tercera medida se utiliza el *valor añadido*, entendiendo por tal la diferencia

entre las ventas y la totalidad de los costes de los *inputs* intermedios.

En esta línea, es importante comparar, pues, el tamaño de la empresa española con el de la europea, pues es su más directa competidora. Utilizando un estudio de *Dunn & Bradstreet* en el que se agrupan las 15.000 mayores empresas de Europa, se observa que el 63,84% de las empresas mayores corresponden a los países miembros de la CEE; en concreto, al Reino Unido, Italia, Alemania Federal y Francia. España y Portugal ostentan el 2,85% y 1,70%, respectivamente, del total de empresas grandes, y se encuentran clasificadas en la mitad inferior del conjunto.

En lo que respecta a la concentración, si se mide ésta en términos de cuota de mercado de las veinte mayores empresas, los sectores de mayor concentración corresponden a sectores básicos, tales como vehículos y electricidad, con un sector estratégico emergente: el informático.

Se han realizado estudios en los últimos años sobre la estructura de la propiedad de las mayores empresas industriales. Gracias a estos estudios, se ha podido conocer la composición del accionariado, así como verificar la hipótesis tradicional de separación de la propiedad y de la administración. Es de lamentar que en España, hasta épocas recientes, los trabajos en esta línea hayan sido más bien escasos.

Los diferentes tipos de control que distinguen los autores de la obra son: *absoluto*, cuando una persona o grupo posee el 80% de las acciones de la sociedad; *mayoritario*, si posee entre el 50 y 80%; *minoritario*, cuando, sin poseer la mayoría de las acciones, se tiene el control de hecho (viene a ser entre el 10 y 50%); finalmente, el control *interno*, cuando ningún grupo posee una fracción importante del capital social.

De acuerdo con esta terminología, la estructura de propiedad y control de la empresa española en 1988 aparece en el cuadro nº 1

Particular importancia merece el análisis estratégico de la empresa industrial en España. La propuesta de análisis de los autores está compuesta por tres elementos estructurales:

- Las dimensiones o fuerzas competitivas: número de competidores, diferenciación de productos, barreras de entrada.

CUADRO Nº 1

CLASES DE CONTROL (%)

GRUPOS DE CONTROL	ABSOLUTO	MAYORITARIO	MINORITARIO	INTERNO
Particulares y familiares	66,09	34,58	30,64	7,96
Otras empresas	16,36	27,74	30,31	20,06
Sistema bancario	1,16	2,24	10,68	25,64
Extranjeros	11,38	28,23	22,55	21,59
Sector Público	5,01	7,21	5,82	24,75
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00

- El tamaño y concentración del sector.
- El grado de madurez y posicionamiento competitivo del sector.

Siguiendo este esquema, la clasificación española quedaría en los siguientes términos:

- Sectores no básicos.
 - Sensibles.
 - En crisis.
- Sectores básicos.
 - Sensibles.
 - En crisis.
- Sectores emergentes.

Los sectores no básicos son aquéllos cuya incidencia cuantitativa en el PIB, así como en las exportaciones y en la población activa, es escasa. Este tipo de industria no es esencial para el desarrollo del país. Como ejemplos destacados, pueden citarse las empresas de maquinaria recreativa y tableros de madera.

Los sectores básicos son aquellos que contribuyen de forma importante al PIB del país. Dentro de éstos, los sensibles son los que han perdido su alto nivel de competitividad, aunque podrían recuperarlo llevando a cabo una edecuada reestructuración de sus instalaciones y de sus productos. Destacan entre estos sectores los bienes de equipo,

aeronáutica, energía nuclear, automóvil y textil-confección.

Los sectores en crisis han perdido de forma irremediable su competitividad, como la construcción naval y la siderometalurgia.

Los sectores emergentes o con futuro se refieren a una serie de actividades que evidencian una perspectiva de expansión prometedora, tales como las telecomunicaciones y la industria alimentaria.

Las políticas que algunas empresas están siguiendo, y que se proponen para impulsar la empresa española son:

- Diferenciación-especialización.
- Internacionalización de la producción.
- Procesos de integración vertical.
- Promoción de la competitividad.
- Apertura de nuevos mercados.
- Reconversión y reindustrialización.

No se elude en la obra el análisis estratégico de la empresa financiera desde la misma perspectiva de los esquemas utilizados en capítulos anteriores. Así pues, se examina la estrategia que deben seguir la banca privada, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y las entidades oficiales de crédito.

La inclusión de este capítulo completa, por tanto, el panorama de la empresa española. Sin embargo, las entidades financieras, dada su importancia en el conjunto de la economía, han sido tratadas de un modo mucho más extenso por la literatura especializada.

Los efectos más destacables de la falta de adecuación de la empresa ante la nueva situación de crisis económica, y ante el cambio social y tecnológico, se pueden resumir en:

- Técnicas de gestión convencionales que se muestran ineficaces en el entorno presente.
 - La dirección, por consiguiente, siente que pierde el control de la situación y persigue soluciones a corto plazo y parciales.
-

Como los problemas de fondo no se resuelven, y los de cada día no desaparecen, la tensión en el grupo es elevada. entrando en crisis toda la organización.

A esto debe añadirse que el nivel de expertos es bajo en la empresa española, se dedica poca atención a la investigación y desarrollo y la utilización de la informática de gestión es reducida.

Por ello, se impone atender a diversos retos de un modo perentorio como son:

- El reto *estratégico*: hay que actuar en un horizonte económico más amplio.
- El reto *competitivo*: será preciso competir en un mercado más amplio y competitivo.
- El reto *tecnológico*: debe asumirse que la de investigación y desarrollo es una función primordial.
- El reto *informativo*: el sistema económico se basa en la información (cantidad, calidad y tratamiento) como ventaja competitiva de primer orden.
- el reto *social*: hay que desarrollar conocimientos, conductas y hábitos propios de un marco internacional.

Todo análisis sobre la empresa debe considerar la innovación tecnológica como factor competitivo, estratégico y, por supuesto, generador de renta. Es cierto que en los últimos años se ha realizado un esfuerzo investigador, tanto en investigación básica como aplicada, por diversos organismos públicos y privados. En este sentido, nuestra incorporación a la CEE ha supuesto un impulso, pues se ha tenido acceso a los diferentes programas de investigación.

Los estudios empíricos realizados sobre la investigación revelan, no obstante, que este esfuerzo no ha sido suficiente, pues existe todavía una fuerte dependencia tecnológica con el exterior, ya que el sistema tecnológico español se abastece en un 60% de transferencias tecnológicas.

Hay una escasez presupuestaria para el fomento de la innovación. Se dedica en España un 0,9% del PIB para la innovación tecnológica, mientras que en los países de nuestro entorno esta cifra oscila entre el 1,5 y 2,5% del PIB.

El entorno social es poco favorable para estimular la innovación. La infraestructura científica y tecnológica es deficiente, y hay un claro divorcio entre los centros de investigación universitaria y la sociedad.

A todo esto hay que añadir la atomización de la empresa española, con una dimensión media menor que la de los países industrializados. El Estado, por otra parte, no demanda tecnología nacional en la medida deseable, como lo prueban algunos casos.

La segunda parte de la obra está dedicada, en su mayoría, al estudio y elaboración de los datos publicados por la Central de Balances del Banco de España. Es conveniente recordar que la primera publicación de la Central de Balances apareció en el año 1983, y se refería a los ejercicios económicos 1981-82. Con el paso del tiempo, ha ido aumentando el número de empresas analizadas, alcanzando a 4.404 en el estudio de 1989, que es el que se comenta en la obra. La mayor parte de estas empresas son del sector privado, aunque figuran alrededor de 200 del sector público.

Los datos de esta publicación recogen el sector agregado de empresas, público y privado, así como dieciséis sectores diferentes. Igualmente se analizan los resultados de las empresas comunes que han respondido a los cuestionarios, desde la fundación de la Central hasta las que se incorporaron al último análisis.

Se desprende de la lectura de los datos que el resultado de la empresa española ha tenido una tasa de variación del 45,6% comparando 1988 con 1987. Las causas de esta variación son las siguientes:

- El incremento de ventas y producción.
- El menor incremento de los gastos de personal.
- La pérdida de casi un punto sobre el total de los gastos financieros.
- Una menor dotación de provisiones para insolvencias.
- Mejores resultados extraordinarios y de cartera de valores.
- Incrementos de ingresos financieros, que denotan una mejor gestión de excedentes de tesorería.

El estudio de los diferentes *ratios* de actividad, rentabilidad económica y financiera, así como períodos de maduración, confirman estas mejoras.

Por lo que se refiere al equilibrio financiero, ha disminuido la financiación a corto plazo y aumentado el patrimonio neto, como se desprende de una lectura del cuadro nº 2, lo cual indica el esfuerzo de la empresa por autofinanciarse.

CUADRO Nº 2

EQUILIBRIO FINANCIERO DE LA EMPRESA (%)

ACTIVO	1987	1988	PASIVO	1987	1988
Activo inmovilizado neto	82,20	82,43	Patrimonio neto	51,49	54,79
Activo circulante neto	17,80	17,43	Recursos ajenos a largo	36,58	34,55
			Recursos ajenos a corto	11,93	10,66

El reparto de las rentas generadas indica que ha habido un claro ganador -la propia empresa-, por la vía de la autofinanciación, y han perdido participación los prestamistas. Las variaciones de los demás estamentos han sido ligeras, como se aprecia en el cuadro nº 3.

CUADRO Nº 3

REPARTO DE RENTAS GENERADAS (%)

	1987	1988
Al personal	49,54	48,45
Al Estado y otros entes públicos	7,14	7,32
A los prestamistas	22,30	14,68
A los accionistas y otros	4,16	6,54
A autofinanciación de la empresa	16,67	22,94

Particular importancia merece el análisis de la competitividad de la empresa española, entendiendo como tal la capacidad de la empresa para mantener sistemáticamente unas ventajas comparativas que le permitan disfrutar de, y sostener, una posición destacada en el entorno socioeconómico en que actúa.

Dos tipos de competitividad cabe distinguir. En primer lugar, *interna*, que se refiere a la capacidad de la organización para extraer el máximo rendimiento de los recursos disponibles. Esta competitividad se evalúa en términos de eficiencia o productividad.

Sin embargo, el concepto de competitividad más extendido se refiere a la *externa*, que es la evaluación del comportamiento de la organización en el contexto del mercado. El logro de unas elevadas cotas de competitividad no es posible sin una combinación apropiada de ingredientes básicos endógenos y exógenos, una claridad de ideas en el sistema de dirección, y una personalidad y actitud proactiva por parte del empresario o equipo directivo.

Un estudio sobre la competitividad internacional, llevado a cabo por el World Management Forum, en 1989, revela que entre 22 países de la OCDE, España se clarifica el 22. En lo que atañe de un modo particular a la empresa, destacan una serie de factores que le restan competitividad en el contexto internacional, como son la rigidez del mercado de trabajo y la lenta renovación de equipos productivos. Ha de añadirse a ello la caída de la productividad de la mano de obra y la falta de racionalidad en el diseño de los procesos productivos.

Otro factor clave en el análisis de la competitividad es la rentabilidad de la empresa, que, si bien es aceptable a primera vista, está distorsionada por la normativa de amortizaciones reducidas que se aplica en nuestro país y por el fuerte proteccionismo del pasado de cara a la competencia exterior. Para incrementar la productividad en este contexto internacional será necesario:

- Alcanzar una estabilidad económica.
 - Cambiar la cultura empresarial, insistiendo en el concepto de competitividad y mentalizando a la clase empresarial.
 - Desarrollar mecanismo institucionales más ágiles para la creación de nuevas empresas.
 - Incentivar la creación y el desarrollo de empresas de capital-riesgo.
 - Mejorar la flexibilidad financiera del sistema económico financiero y de los
-

organismos públicos.

En este mismo marco de competitividad, pueden leerse los dos últimos capítulos del libro dedicados a la empresa española exportadora y la internacionalización de la empresa. Nuestras empresas no exportan porque, entre otras razones, la actividad exportadora genera rentas inferiores a las de las ventas en el mercado nacional, y es necesario disponer de una tecnología comparable a las empresas que compiten en mercados internacionales; de ahí que las empresas españolas que exportan sean aquéllas que tienen una dimensión mayor y participación de capital extranjero.

¿Cuál será, pues, el futuro de la empresa española en un mundo cada vez más integrado e interdependiente?. La empresa española tendrá que internacionalizar sus intercambios comerciales, su producción y su financiación.

Hay empresas de algunas comunidades autónomas -tales como las de Aragón, Valencia, País Vasco, Castilla y León, y Madrid- que han alcanzado un grado de apertura similar al de la media europea, pero otras comunidades tienen una apertura muy baja. Cada vez se exporta menos a Iberoamérica, cuando España, por razones de geopolítica, economía y estrategia, debería contribuir a mejorar las relaciones con estos países.

Se observa que las inversiones extranjeras en España van dirigidas a sectores con futuro, tecnológicamente avanzados; no así la empresa española en el exterior, que asume el mantenimiento de ramas industriales tradicionales.

La presencia española en los principales segmentos de los mercados financieros internacionales es aún escasa, como lo prueba el hecho de que la financiación obtenida apenas sobrepasa el seis por mil del total mundial.

Conclusión. Esta obra revela que si se contempla la empresa española retrospectivamente, su mejora no deja lugar a dudas. La imagen no es tan halagüeña, sin embargo, en un contexto internacional. Se requerirá un esfuerzo adicional para alcanzar niveles de competitividad semejantes a los de las empresas de nuestro más inmediato entorno. Todos los estamentos implicados, de una u otra manera, en el devenir de esta empresa tienen la palabra.

LOS ESPACIOS REGIONALES EN LA NUEVA EUROPA

Bajo este título acaba de desarrollarse en San Sebastián (28, 29 y 30 de noviembre) la XVI Reunión de Estudios Regionales, que con carácter anual organiza la Asociación Española de Ciencia Regional en distintas capitales españolas. El Congreso de este año, que ha contado con la colaboración del Departamento de Economía y Planificación del Gobierno Vasco, del Ministerio de Economía y Hacienda, de la Diputación General de Guipúzcoa y del Ayuntamiento de San Sebastián, ha adquirido un singular relieve e interés gracias a la participación de un excelente conjunto de ponentes españoles que han podido contrastar sus puntos de vista con relevantes expertos extranjeros procedentes de Italia, Francia, Bélgica, Holanda y la URSS.

Tres grandes temas centraron las actividades del congreso: 1) la transformación de las relaciones espaciales en la Europa sin fronteras; 2) las relaciones institucionales entre Bruselas y las regiones de la CEE; y 3) el pasado y el futuro de las regiones europeas. Las ponencias presentadas han permitido debatir, sin embargo, un número de cuestiones bastante más amplio y de innegable actualidad, como son: la nueva jerarquía urbana y la competencia entre ciudades en Europa y en España (cuyos ponentes fueron los profesores A. Precedo y V. Bielza); los cambios en los grandes ejes de desarrollo en la CEE y en nuestro país (Sáenz de Buruaga, F. Jiménez y F. Manero); la aplicación de la política regional comunitaria (D. Van der Wee, L. Lázaro, Pérez Escamilla, J.L. Curbelo y J.M. Sans); el desarrollo del poder político en las regiones europeas y sus conflictos (P. Bianchi, G. Jauregui, P. Puig); problemas y políticas para las

regiones fronterizas (H. Regnault, C. Lacour, B. Delebecque, J.A. Báguena, R. Doria, F. Solé Parellada, J.R. Cuadrado); las regiones europeas en la historia (J.J. Carreras, M. González y R. Alvarez); y, los cambios en la URSS y sus posibles consecuencias en el espacio europeo (L. Vardomsky, I. Yegorov, A. Pérez Calleja y G. Barrientos). Las comunicaciones presentadas al Congreso -más de 50- se referían asimismo a estos temas y a otros con ellos relacionados, siendo el resultado de investigaciones realizadas recientemente en diversos institutos y universidades de nuestro país.

Pretender sintetizar este variado conjunto de contribuciones sería, sin duda, una tarea bastante inútil, además de difícil. En lugar de ello, quizás valga la pena subrayar algunos puntos e ideas que allí se han tratado y que tienen particular interés.

Uno de los hechos que más destaca al observar la evolución de Europa durante las dos últimas décadas es el mayor dinamismo que se observa en algunas zonas y ejes del Continente, frente a la 'relativa' marginación o estancamiento de otras regiones y/o zonas geográficas. La última crisis económica internacional ha trastocado de forma apreciable la situación de los sesenta. A pesar de la caída que experimentaron algunas actividades industriales bien conocidas, el núcleo central europeo (que abarca lo que últimamente ha dado en llamarse la 'banana azul', desde Londres a Milán, extendiéndose al Ruhr, Holanda, Bélgica y el Norte y Este de Francia) ha tendido a consolidarse cada vez más, particularmente gracias a las redes de transportes y comunicaciones existentes y al creciente papel que

desempeñan las grandes áreas metropolitanas.

Este hecho, que debe contemplarse todavía con precaución y que admite muchas matizaciones, está incrementando el carácter periférico de un buen número de países y regiones europeas (en Francia, Irlanda, G. Bretaña, España, Portugal, Italia y Grecia), a pesar de que en bastantes casos están surgiendo también algunos ejes de carácter nacional (los del Mediterráneo y el Ebro, en el caso español) que están acumulando un cierto dinamismo y que pueden enlazar más fácilmente con el núcleo europeo central.

En este sentido, el diseño de las nuevas infraestructuras (autovías, autopistas, extensión de la red de trenes de alta velocidad, el túnel del Canal) y la apertura de Europa Occidental hacia el Este plantean algunas incógnitas muy importantes sobre el futuro desarrollo del mapa europeo desde una perspectiva más global que la simplemente política. De ello se deducen, además, un conjunto de indicaciones que bastantes países -y muy concretamente España- deberían tomar en consideración al planificar sus infraestructuras y al diseñar tanto las políticas sectoriales como las de desarrollo regional. El riesgo de que el carácter periférico de algunas zonas europeas aumente en los próximos años parece evidente. La mayoría de las regiones del arco atlántico y una gran parte de las del área del Sur de Europa se encuentra en esa posición de riesgo.

Un tema que mereció asimismo especial atención es el de la aplicación de la política regional comunitaria, con particular

atención a los problemas que se están planteando en el caso español. No existen, todavía, estudios fiables sobre los costes y beneficios que supondrá el Mercado Unico a nivel regional europeo. Algunos antecedentes históricos permiten pensar, sin embargo, que las regiones y países más débiles de la Comunidad se verán mucho más afectados negativamente que los que son más fuertes. Esto implica que la idea de lograr una mayor cohesión económica y social se convierta cada vez más en un tema muy preocupante, donde los fondos de la política regional comunitaria representan -por su escasa importancia relativa (aproximadamente un 0,3% del PIB total de los Doce)- una herramienta cuyos efectos son y serán muy limitados.

Las opciones que cada país ha elegido al diseñar las propuestas de política regional responden a enfoques algo distintos. España, a diferencia de Portugal y Grecia, ha puesto el énfasis en la mejora de las infraestructuras físicas del transporte de las regiones más atrasadas (64% de los recursos), y mucho menos por los apoyos a las actividades productivas (24%), a la dotación y mejora de recursos humanos (9%) y a las infraestructuras sociales (3%).

La puesta en práctica de los programas de desarrollo regional ligados a los fondos estructurales de la CEE está tropezando con la creciente burocratización de la Comisión de la CEE, ya que las Direcciones encargadas de la Defensa de la Competencia, del Medio Ambiente y de la Coordinación de los fondos estructurales están ejercitando su respectivo papel de control y vigilancia en la aplicación de los programas y recursos propiamente regionales. Todo ello, en un contexto en el que la

Comisión actúa -a la vez- como poder legislativo y ejecutivo. La CEE, llegó a afirmarse por algunos ponentes y participantes en el Congreso, adolece cada vez más de un "déficit de democracia", que remite a la necesidad de que el Parlamento Europeo sea realmente quien tome las grandes decisiones, quien impulse las políticas necesarias y quien controle su ejecución.

Dos cuestiones más merecen ser destacadas entre las que han sido objeto de las sesiones del Congreso de la AEER. La primera es el tema de la cooperación entre las regiones fronterizas, en particular entre Francia y España. La presencia de expertos franceses de las Universidades de Burdeos, Pau y Lille, así como de los ponentes españoles (País Vasco, Aragón y Cataluña) permitió apreciar que la necesidad de tal cooperación transfronteriza apenas se corresponde con la puesta en marcha de medidas y programas concretos 'ad hoc', aunque se está avanzando -al menos- en el terreno de los contactos, cada vez más frecuentes entre entidades (Cámaras de Comercio, Ayuntamientos) y empresas de ambos países.

La segunda cuestión se refiere a las consecuencias económicas y espaciales de los cambios que están teniendo lugar en la URSS y en los demás países del Este. El debate sólo se centró, en realidad, en el caso de la URSS, dada la presencia como ponentes de dos expertos de este país. Su visión de la situación económica de la URSS y de las dificultades que actualmente está viviendo el país fue marcadamente pesimista. A los problemas de desorganización económica y de preocupante desabastecimiento y despilfarro se une la explosión de las nacionalidades y regiones en busca de una creciente autonomía,

cuando no independencia. Esto complica enormemente la ordenación del cambio de un sistema económico intervenido y centralizado a otro donde predominen las reglas del mercado. En este complejo contexto, los problemas regionales propios apenas están recibiendo atención alguna, aunque el camino que acabe siguiendo la URSS y los demás países del Este europeo en su transformación acabará afectando a todas las economías del Oeste y, por supuesto, al re-diseño del mapa económico-regional de Europa.

Las ponencias y comunicaciones presentadas ofrecen, como es lógico, numerosos elementos, datos y análisis de interés. La mayor parte de los textos aparecen recogidos en las Actas entregadas a los asistentes. La Secretaria de la Asociación Española de Ciencia Regional puede ampliar la información a las personas interesadas (c/Princesa, 1-40, 08003 Barcelona, tel. 93/310.11.12).

El Congreso, que fue clausurado por el Ministro de Administraciones Públicas D. Joaquín Almunia, quien se refirió explícitamente a la organización de la representación regional en el Parlamento y en la CEE, ha constituido, si duda, un éxito tanto de la Asociación que actualmente preside el Prof. Roberto Velasco, como para el Comité de Organización, que encontró un excelente apoyo en la Asociación del País Vasco de Ciencia Regional. En la clausura se anunció la celebración del XVII Congreso en Barcelona, en noviembre de 1991.

ECONOMIA INTERNACIONAL

*¿Necesita el mercado único una moneda única?
Un repaso al informe de la Comisión Europea*

Juan PEREZ-CAMPANERO
(FEDEA)

Se ha hecho público recientemente el informe *One Market, One Money* ("Un Mercado, Una Moneda") de la comisión de las Comunidades Europeas. Aparece en el número 44 de la revista *European Economy*. El estudio pretende ser una evaluación exhaustiva de los probables efectos económicos (costes y beneficios) de las distintas alternativas de Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa, y, en particular, el paso a un régimen de moneda única europea, a las puertas del comienzo de la conferencia intergubernamental sobre reforma del tratado de Roma.

En la sección primera se hacen algunas consideraciones generales sobre el informe. En la sección segunda se resumen las principales líneas de argumentación del mismo. Finalmente en la sección tercera, se hacen algunos comentarios críticos a secciones específicas en el estudio.

1.- Evaluación general del informe

La Comisión presentó anteriormente un trabajo del mismo corte que este *Un mercado, una moneda*. Se trata de *The Economics of 1992* (publicado en el número de marzo de 1988 de la misma revista *European Economy*), que pretendía ofrecer el análisis económico subyacente al famoso informe Cecchini⁽¹⁾ sobre las ganancias potenciales derivadas de la construcción del mercado único europeo.

Ninguno de estos dos informes alcanzaba probablemente la calidad del excelente informe Padoa-Schioppa⁽²⁾, que constituyó en su día una precisa reflexión estratégica sobre el futuro de Europa, y contó con contribuciones de académicos de primera línea como Paul Krugman y Mervyn King.

(1) Del que apareció una versión española con el título Europa 1992: una apuesta de futuro, publicada por Alianza Editorial.

(2) Traducido asimismo por Alianza editorial con el título Eficiencia, estabilidad y equidad.

"Un mercado, una moneda" pretende en cierto modo ser para la idea de una moneda única europea lo que el informe Cecchini fue para el proyecto del mercado único europeo, y tener el mismo impacto en la opinión pública, y en los ambientes académicos, institucionales y empresariales como anunciante de los grandes beneficios que esperan a los europeos si se acepta el programa de integración monetaria propuesto por la Comisión de las Comunidades Europeas, que el que tuvo el Informe Cecchini como propagador intelectual del programa político y económico contenido en las propuestas de 1985 de la Comisión sobre la construcción de un mercado unificado en la Europa comunitaria.

Sin embargo, mientras que las ganancias potenciales de eficiencia netas estáticas y dinámicas del programa 1992 están claras y existen sobre las mismas un amplio consenso, la idea de la integración monetaria plantea muchos más interrogantes y está sujeta a mayores controversias. En este sentido, esta especie de "prospecto de venta" lanzado por la Comisión tiene ya de entrada ante sí una tarea considerablemente más difícil a la hora de vender el producto objeto de propaganda, que la que tuvieron los anteriores informes sobre 1992.

Por otra parte, ha cambiado también en buena medida el clima político en Europa, y el entusiasta apoyo que recibió en la segunda mitad de la década de los 80 la idea de integración europea está hoy mucho más matizado. La unificación alemana, la apertura de los países del Este y el nuevo shock del petróleo han alterado el escenario.

En cuanto al contenido sustantivo del informe en sí, "Un mercado, una moneda" adolece de una cierta falta de coherencia interna. Más que el desarrollo ordenado de una clara línea de argumentación, nos encontramos ante una yuxtaposición de ideas y argumentos, a veces mal hilvanados entre sí, que hacen en ocasiones saltar al lector de un tipo de análisis o de un estilo expositivo otro sin demasiada continuidad. Un indeseable efecto secundario de este carácter de yuxtaposición de argumentos que tiene el Informe es que a veces se incurre en contradicciones, y se define (incluso dentro del mismo capítulo) posiciones o ideas incompatibles.

Por la misma razón, el informe es bastante desigual. Coexisten en el mismo, pasajes brillantes o ejercicios ingeniosos de evaluación de efectos con capítulos o secciones de una calidad decididamente inferior.

"Un mercado, una moneda" representa un esfuerzo de análisis económico muy considerable, y hay que aplaudir la tentativa de asentar la discusión en términos rigurosos y precisos. No obstante, el informe desprende un ominoso tono, partidario, y uno se siente algo intimidado ante lo que en ocasiones se parece más a la búsqueda retórica de argumentos para justificar consignas que a una libre aventura intelectual sin un punto final predeterminado.

En cualquier caso, este informe ha servido para explicitar algunos de los

argumentos que estaban detrás del papel de la Comisión de agosto pasado⁽³⁾ que tanta alarma causó y que provocaría la reacción española contenida en la propuesta Solchaga.

2.- La argumentación del informe

Como he indicado más arriba, existen numerosos puntos oscuros en las propuestas de mayor integración monetaria en Europa, y sus posibles consecuencias sobre los objetos de eficiencia, estabilidad, y equidad. El informe trata de aclarar alguno de estos puntos con una prolija discusión de efectos, y con un intento de cuantificación de algunos de ellos con meros cálculos aritméticos en algunos casos y con ejercicios de simulación con modelos macroeconómicos (MULTIMOD, QUEST y otros) en otros.

Frente a otras alternativas posibles, "Un mercado, una moneda" apuesta por las ideas de una moneda única y una transición rápida desde la situación actual hasta este régimen de moneda única. Se distinguen en el estudio dieciséis tipos de mecanismos, divididos en cinco grupos, a través de los que la UEM hará sentir sus efectos y afectará a los objetivos básicos de eficiencia microeconómica, estabilidad macroeconómica y equidad inter-regional.

Estos mecanismos operan, en la concepción del informe mediante cambios en tres niveles: cambios sistemáticos, cambios en las políticas económicas, y cambios en el comportamiento de los agentes.

Estos *cambios sistémicos* son concebidos como operandos en tres ámbitos diferentes:

- 1) UNION MONETARIA: El ECU como moneda única europea, y la constitución del Eurofed como un banco central europeo independiente serían los cambios sistémicos en este nivel.
- 2) UNION ECONOMICA: Consecución del mercado único, establecimiento de reglas sobre los presupuestos nacionales, y papel de los presupuestos como instrumentos de absorción de los shocks.
- 3) SISTEMA INTERNACIONAL: El ECU pasaría a jugar un papel más decisivo como divisa internacional, y el sistema monetario internacional pasaría a estar basado en tres polos, el dólar, el yen y el ECU.

Los *cambios en las políticas económicas* se clasifican en el informe en dos tipos:

(3) Commission des Communautés Europeennes, Union Economique et Monétaire, Bruselas, 21 de agosto de 1990.

- 1) **POLITICA MONETARIA:** Confirmación de una política monetaria creíble y orientada hacia la estabilidad, y posibilidad de una política internacional efectiva.
- 2) **POLITICA FISCAL:** Coordinación de las políticas presupuestarias nacionales, disciplina sobre los presupuestos nacionales, y eficiencia del sector público.

En cuanto a los *cambios de comportamiento de los agentes económicos*, se postula que, en gran parte como consecuencia de los cambios sistémicos y de políticas económicas reseñados, vendrán asociados a la construcción de la UEM cambios en el proceso de determinación de precios y salarios, la inversión, el nivel de los tipos de interés, y los flujos comerciales y de capital.

Se señala en el informe que todos estos cambios a estos tres niveles tendrán como consecuencia unos *impactos económicos finales* que pueden clasificarse de acuerdo con los tres objetivos convencionales de la política económica (y que daban título al informe Padoa-Schioppa de 1987) de eficiencia, estabilidad y equidad.

La *eficiencia microeconómica* en la asignación de recursos y el crecimiento económico se verán afectados debido a:

- * ganancias estáticas y dinámicas en términos de eficiencia y en términos de crecimiento económico.
- * ganancias internacionales en términos de acceso a financiación.

La *estabilidad macroeconómica* respecto a la inflación y a la actividad y el empleo se verán mejoradas por cambios en:

- * el nivel y la variabilidad de la tasa de inflación
- * el nivel medio y la variabilidad del empleo.

Finalmente la *equidad* con respecto a la distribución de los impactos económicos entre regiones europeas se centrará en:

- * acortamiento de distancia ("catching-up") de las regiones más retrasadas respecto a las más avanzadas

- * recuperación de las áreas afectadas por shocks.

En cuanto a los mecanismos o canales de transmisión de los efectos, el informe distingue, como ya quedo dicho, 16 mecanismos divididos en cinco categorías. Las dos primeras categorías (relativas a la eficacia microeconómica y la estabilidad de precios) aluden a los más importantes efectos directos de la EMU; las dos siguientes (relativos a la hacienda pública y a los mecanismos de ajuste macroeconómico) caracterizan lo que son a un tiempo efectos indirectos y un conjunto de condiciones para el funcionamiento adecuado de la EMU; y la categoría final recoge los impactos sobre el sistema económico y monetario internacional.

La primera categoría es la de *efectos relacionados con la eficiencia y el crecimiento*, tratados en el capítulo 3 del informe, entre los que se encuentran:

1) Eliminación de la variabilidad de los tipos de cambio nominales (estimada por la comisión para los años recientes en un 0,7% mensual para las monedas del mecanismo de cambios del SME, y en un 1,9% para las otras monedas) y por lo tanto de un elemento de incertidumbre que ahora se recoge en primas en los tipos de interés.

2) Eliminación de los costes de transacción debidos a la existencia de divisas múltiples, lo que puede suponer un ahorro que la Comisión evalúa en aproximadamente un 0,5% del PIB comunitario.

3) Apoyo adicional al programa 1992 en campos como la energía, el transporte, la política de defensa de la competencia, investigación y desarrollo, y políticas tributarias y de medio ambiente.

4) La reducción del grado de riesgo de la inversión podría asegurar no solo ganancias estáticas de eficiencia, sino ganancias dinámicas mediante la consecución de una tasa de crecimiento de equilibrio más alta.

El capítulo 4 del informe se ocupa de los *efectos relacionados con la estabilidad de precios*:

5) La estabilidad de precios puede ser ventajosa para la asignación de recursos, sea debido a la existencia de "costes de menú", o debido a la correlación positiva entre variabilidad de precios relativos e inflación.

6) Los factores institucionales conducentes a la estabilidad de precios se concretan en el establecimiento de un banco central europeo (EuroFed) independiente y orientado

hacia ese objetivo.

7) Los costes de la desinflación pueden verse reducidos de forma importante, gracias a la credibilidad de que pueda dotar al objetivo anti-inflacionista un EuroFed independiente orientado a la estabilidad de precios.

El capítulo 5 se dedica a los *impactos de la UEM relacionados con la hacienda pública*:

8) Una revisión del papel de las políticas presupuestarias nacionales, inspirada por los principios de autonomía, disciplina y coordinación.

9) Una pérdida de ingresos públicos por señoriaje para los países más inflacionarios (que la comisión estima en no mayor de un 1% del PIB), probablemente compensada por las ganancias debidas a la reducción de los tipos de interés (que bajarán más cuanto mayor sea el componente de prima de riesgo cambiario que incorporan). Paralelamente, generación de un señoriaje comunitario, a repartir entre los países.

10) Intensificación de la presión competitiva sobre ciertos gastos públicos y gravamen de los factores productivos más móviles, lo que inducirá una mayor eficiencia general del sector público.

Los problemas del *ajuste compensador frente a los shocks en ausencia del instrumento de tipo de cambio nominal* son encarados en el capítulo 6:

11) el paso a la moneda única supone la renuncia definitiva (más allá del primer paso en esta dirección se supone el SME) a la autonomía nacional en la política monetaria y al tipo de cambio como instrumento de política económica.

12) La supresión de las variaciones de tipos de cambio nominales no elimina la posibilidad o deseabilidad de cambios en los tipos de cambio reales, vía ritmos de diferentes de crecimiento de precios y salarios en las regiones europeas, como ocurre hoy en las regiones de un país, o como sucede en federaciones como Canadá.

13) Los shocks asimétricos o específicos a un país tenderán a hacerse importantes en la EMU, reduciendo la necesidad del tipo de cambio como instrumento de ajuste. Según la argumentación de la Comisión, ello se debe a tres razones:

a) La construcción del mercado único potencia la integración intra-industrial frente a la interindustrial (esto es la importación de exportación de los productos de muchas industrias en lugar de la especialización en ciertas líneas de

producción), haciendo menos asimétricos los shocks sectoriales;

b) Al eliminar la posibilidad de una devaluación como mecanismo de recuperación de competitividad, se modificarán las puntas de negociación salarial, afectando especialmente a los países que presentan hoy mayor indicación y un comportamiento más tendente a reducir la competitividad;

c) Desaparecen los shocks originados en movimientos de los tipos de cambio y en la imperfecta coordinación de las políticas monetarias.

14) Mejorará la posibilidad de acudir a los mercados financieros privados para financiar proyectos de inversión viables, y desaparecerán las restricciones de balanza de pagos a escala nacional tal como se experimentan hoy.

Finalmente, se producirán *repercusiones sobre el sistema monetario internacional* y sobre las relaciones económicas internacionales:

15) El ECU pasará a ser junto al dólar y al yen una de las tres monedas pivote del sistema monetario internacional. Al potenciarse el papel del ECU como moneda de facturación de contratos internacionales, la Comunidad Europea podría ahorrarse hasta un 0,5% del PIB comunitario debido a los menores costes de transacción para las actividades de exportación e importación, además de los beneficios asociados a la menor variabilidad de la relación de intercambio. También se reforzaría el papel del ECU como depósito de valor, acarreando unas ganancias de señoría para el EuroFed que podrían alcanzar los 35 mil millones de dólares.

16) Se fortalecerían las posiciones de la Comunidad europea en las negociaciones estratégicas con otros países, y se vería facilitado el proceso de coordinación internacional de políticas.

Finalmente, la Comisión dedica otra sección del informe (los capítulos 8,9 y 10, que reciben colectivamente la curiosa denominación de "El impacto a través del tiempo y el espacio") a examinar los *problemas de la transición de la EMU* desde el punto de partida actual, y las *particularidades de cada país comunitario* en relación al proceso de integración económica y monetaria en Europa.

Se encara en primer lugar el problema de la velocidad óptima del paso a la EMU definitiva, concluyéndose que lo mejor es una transición rápida, y una fase final consistente en un régimen de moneda unida administrado por un EuroFed independiente.

La necesidad de esta transición rápida se argumenta sobre la base de la inestabilidad que podrían introducir los ataques especulativos sobre algunas monedas, especialmente en el marco de una de una mayor liberalización de los flujos de capital y de una creciente sustitución entre monedas.

Como ventajas de un régimen de una moneda única (frente a otras alternativas) se aducen los argumentos apuntados en secciones anteriores del informe, con un énfasis especial en los beneficios en términos de credibilidad de una políticas de estabilidad monetaria, reducción de la incertidumbre, y eliminación de los costes de transacción asociados a la multiplicidad de monedas.

El llamado en el informe "problema de la periferalidad" alude a los especiales problemas que la UEM puede plantear a las regiones europeas más atrasadas de Irlanda, España, Portugal, Grecia, y el sur de Italia. se reconoce que el centro comunitario se beneficiara de economías de escala con el proceso de la UEM, mientras que la periferia podrá aprovecharse de la ventaja comparativa en el coste de factores, y se menciona que los Fondos Estructurales comunitarios pueden ayudar a mejorar la dotación de factores de las regiones pobres.

En un tono sombrío mezclado de voluntarismo, el informe afirma que las experiencias de estas regiones más retrasadas como España "apuntan hacia la posibilidad del éxito en el proceso de acortamiento a distancia (catching-up), pero también que ello está lejos de ser inevitable y está condicionado esencialmente por el grado de compromiso de los países y regiones implicados con una modernización general. Tal modernización tiene que ser muy profunda, y adquirir dimensiones no solamente económicas sino socio-políticas. La comunidad de 1992 y la UEM ofrece claramente un marco para tales esfuerzos".

3.- Una breve revisión crítica

Ya se han hecho algunos comentarios generales al tono del informe en la sección primera. en esta sección se hacen algunas precisiones más concretas sobre algunos aspectos puntuales, pasando revista a los distintos mecanismos que se distinguen en el informe.

En primer lugar cabe decir que, después de leer la profusa argumentación del informe, uno no queda en absoluto convencido de cuales son las ventajas decisivas de un régimen de moneda única al que se llega pronto mediante una transición rápida, frente a la propuesta británica de un enfoque evolutivo con un ECU fuerte y monedas nacionales, o a la propuesta española de conciliación. No debe olvidarse que *lo que realmente está en juego no es tanto la configuración de la UEM en base a un EuroFed y una moneda (el ECU) utilizada en toda la Comunidad, sino el que cristalice o no una Europa de dos (o varias) velocidades.*

Pasando a los argumentos específicos utilizados por la Comisión, no queda en absoluto claro por qué deben producirse ganancias tan decisivas en el paso del SME a la moneda única, vía reducción de la incertidumbre (mecanismo 1). Argumentos teóricos a cerca de las pérdidas de eficiencia debidas a la variabilidad de los tipos de cambio, y la existencia de 'histéresis' en el comercio internacional no aplican con más propiedad al caso del dólar frente a otras monedas que al de las monedas europeas del SME entre sí. Y por otra parte, el riesgo cambiario puede cubrirse con swaps o productos financieros derivados (futuros, opciones). El informe alcanza una mayor precisión cuando se afirma que cabe "caracterizar los beneficios económicos directos obtenibles de la eliminación de la incertidumbre cambiaria diciendo que la fijación irrevocable de los tipos de cambio suministra una cobertura gratuita e ilimitada [del riesgo cambiario] para todos los movimientos comerciales y de capital".

El énfasis en los costes de transacción (mecanismo 2) parece apropiado, aunque la evaluación cuantitativa de estos costes es algo primitiva. de forma más sustantiva, no se asigna la importancia adecuada a los costes de transacción asociados a la conversión de una moneda única, aunque el argumento que se da para ello (el que estos costes sólo se producirán una vez) sea básicamente correcto. En cualquier caso, el indudable ahorro en costes de transacción que supone el paso a una moneda única es una de sus principales y más importantes ventajas.

En cuanto a los mecanismos 3 y 4, el vínculo entre las ventajas del mercado único y la existencia de una moneda única parece débilmente argumentado. Es indudable que existen grandes ventajas asociadas al mercado único, tanto en sentido estático, como dinámico (como señaló Baldwin basándose en los modelos de crecimiento de Paul Romer), pero no está claro que el paso del SME a la UEM suponga una reducción importante en el riesgo de la inversión.

Los mecanismos 5 y 6 relativos a los costes de la inflación y al EuroFed ponen el énfasis en la estabilidad de precios. Sin embargo, no hay nada inherente en el futuro banco central europeo que garantice que va a ser más inflacionista que el Bundesbank actual. De hecho, teniendo que responder a intereses políticos de diferentes regiones europeas, cabe argumentar que probablemente se ejercitarán sobre el EuroFed más presiones para seguir una política acomodaticia, aunque se hayan incluido en sus estatutos el objetivo de estabilidad de precios y la independencia política.

El argumento de la reducción de los costes de la desinflación (mecanismo 7) resulta crucial en la defensa de las ventajas de la moneda única, como lo es asimismo en el caso del SME. Pero depende igualmente de que el EuroFed vaya a garantizar una política anti-inflacionista al menos tan rígida como el Bundesbank actual. De otro modo, hay que pasar a sopesar los costes del paso del SME a la moneda única con más detenimiento.

El capítulo dedicado a aspectos fiscales (mecanismo 8,9 y 10) es uno de los más

confusos. No es casual. Si se renuncia al tipo de cambio y a una política monetaria independiente, y en ausencia de un presupuesto federal comunitario, la política fiscal pasa a ser el único instrumento disponible para que los gobiernos nacionales puedan compensar los shocks que afectan a sus economías. Al mismo tiempo, sin embargo, se quiere establecer algún tipo (cuya naturaleza, a la hora de escribir estas líneas, aún permanece ambigua) de límites a las políticas fiscales nacionales, sea en términos de déficit o de endeudamiento; y por otro lado, se quiere pasar a una situación de moneda única sin que quede claro cuales son los mecanismos que van a garantizar que no se produzca el 'bail-out' de los Estados soberanos insolventes, o que estos se entreguen a políticas de endeudamiento irresponsables. La analogía con la situación actual española en relación a las Administraciones territoriales y los agujeros en la LOFCA (por ejemplo, el endeudamiento bancario no está sometido a límites expresos) es ligeramente alarmante.

En otras palabras, los esfuerzos que se hacen en el capítulo 5 del informe por convencernos de que las palabras mágicas de "coordinación, autonomía y disciplina" son compatibles no son plenamente convincentes. En cuanto a los detalles más técnicos, los ejercicios del cálculo del señoriaje en los países de la Comunidad dejan bastante que desear.

El capítulo dedicado al ajuste compensatorio de los shocks en ausencia del instrumento del tipo de cambio nominal (mecanismos 11 y 14) es también uno de los más importantes. El argumento de que el progreso de la integración económica y monetaria en Europa tenderá a reducir la importancia de los shocks simétricos es absolutamente crucial. Aquí es donde hay que buscar los costes del paso a una moneda única respecto a la situación actual. Por ello, es de una importancia decisiva el minimizar la importancia de estos costes, sugiriendo que los shocks asimétricos perderán su importancia. Si los argumentos dados (que son los descritos más arriba en la sección 2) se consideran convincentes, entonces no importa tanto que se renuncie al tipo de cambio y a la política monetaria, de la misma forma que, por ejemplo, no es tan importante que Murcia o la Rioja tengan su propia moneda. En tal caso, el argumento de los costes de transacción y de la eliminación del riesgo cambiario pasa entonces a primer plano.

La discusión de los aspectos internacionales de la UEM es algo esquemática, quizá por que la audiencia objetivo del informe son los agentes de decisión europeos y no se quieren levantar susceptibilidades políticas al otro lado del Atlántico hablando demasiado del nuevo papel internacional del ECU.

¿Qué decir, finalmente, de esa especie de "Star Trek" monetario que se recoge en los capítulos sobre "el impacto a través del tiempo, y el espacio"? Ciertamente no es tranquilizador que la comisión nos proponga el paso a la moneda única a lo que podemos llamar, siguiendo con la broma, "warp 10". Una transición demasiado rápida al estadio final de la UEM significa, ni más ni menos, que España se verá relegada a uno de los grupos de cola en Europa de varias velocidades, junto posiblemente con Gran

Bretaña e Italia, aunque delante de Grecia y Portugal (y posiblemente alguno de los países del Este como Hungría).

Parecen bien definidas las ventajas y costes asociados al programa de mercado único y a la pertenencia al mecanismo de cambios del SME. Las ganancias adicionales que España puede derivar del paso a una moneda única (ganancias de eficiencia de credibilidad de política anti-inflacionista, y de reducción de tipos de interés, fundamentalmente) sólo superaran a los costes asociados a la renuncia al tipo de cambio si tenemos tiempo suficiente para que se produzca la convergencia de nuestra economía con la de los países del centro y norte de Europa, y si reforzamos la competitividad de nuestras líneas productivas.

En definitiva, este es un documento muy importante, y constituirá sin duda una de las bases de partida de la discusión relativa a la UEM en los meses futuros. Oiremos más de una vez los argumentos adelantados en el informe, y un conocimiento de los mismos, aunque sea tan somero como el que ha brindado este artículo, puede ayudarnos a evaluarlos en su justo mérito o demérito.

ANEXO

Capítulo 10: Perspectivas nacionales sobre los costes y beneficios de la UEM

2. Monedas situadas en la banda ancha del mecanismo cambiario.

España

Beneficios y costes: España, que se ha incorporado recientemente al mecanismo cambiario dentro de la banda ancha, se encuentra ahora en una situación en cierto modo comparable a lo que era la de algunos otros participantes en el MC hace unos años. La prioridad inmediata es emplear el compromiso con el MC como marco disciplinario de los agentes económicos y reducir los principales desequilibrios: la inflación y el déficit exterior. Esto requiere también un nuevo reparto de cometidos entre la política monetaria y la política fiscal. Se necesita un ajuste de la política fiscal para frenar el exceso de demanda, dado que ahora la política monetaria tiene un margen de libertad menor.

Como también se ha visto en Italia, la transición comporta el riesgo de que los tipos de interés nominal sean altos mientras la inflación no se haya reducido lo suficiente.

Pero un compromiso creíble con la UEM reforzará la efectividad de una política económica orientada a la estabilidad de los precios y de el tipo de cambio, arrojando ganancias sustanciales como fruto de la reducción de la incertidumbre. En último término, el descenso de los tipos de interés favorecerá a los esfuerzos tendentes a eliminar el déficit general de las administraciones públicas (2% del PIB en 1989, con un objetivo de 0% para 1992), así como a reducir los costes de financiación del sector privado. La UEM, al proporcionar un ambiente de libre circulación de capitales y tipos de cambio fijos, facilitará la financiación de los equilibrios de cuenta corriente con diferenciales pequeños de tipo de interés. Esto podría representar un beneficio de primer orden para un país como España, que necesita grandes entradas de capital para impulsar la inversión y el crecimiento. La combinación del "programa 1992" y la UEM tendrá también efectos decisivos sobre la modernización de los mercados financieros, que se traducirán en reducciones sustanciales de los costes de las transacciones financieras y de capital para la economía española.

Perspectivas: El gobierno es partidario de una integración económica y monetaria más estrecha, pero querría que en ella se incluyeran medidas de asistencia a las regiones menos desarrolladas de la Comunidad. El Ministro de Economía y Finanzas no ve motivos

para pensar que la disciplina cambiaria del SME deba suponer un freno para el crecimiento económico a medio plazo, que sería más equilibrado si la inflación se desacelerase. Además, la competitividad a largo plazo podría mejorar.

El gobernador del banco central, en un discurso pronunciado en 1989, manifestó su adhesión global a la unión monetaria y sus consecuencias.

Los líderes empresariales ven muy positivamente el proceso de la UEM, porque estiman que las ventajas de la estabilidad cambiaria y la disciplina económica sobrepasarían a las desventajas. prefieren la pérdida de una parte de la independencia nacional en la gestión de la política económica a las fluctuaciones de la combinación de políticas que se han dado con frecuencia en el pasado. También son partidarios de un banco central independiente. Aunque en los últimos años el sector empresarial ha cobrado mayor conciencia de la necesidad de desarrollar la competitividad a largo plazo, preocupa que la economía española no se adapte con la suficiente rapidez a la nueva situación. para acelerar el proceso, la mayoría de los líderes querrían un compromiso firme con la unión monetaria.

Para el sector académico, la participación de España en el SME, y subsiguientemente en la UEM, refuerza la credibilidad de la política antiinflacionaria. Casi todos los expertos opinan que la UEM tendrá efectos beneficiosos porque obligará a España a adoptar una política fiscal restrictiva y a reimplantar una política de rentas, pero añaden que habría que complementarla con medidas adecuadas de política regional. La independencia del banco central se considera importante. Algunos son más pesimistas y piensan que, debido a la brecha que todavía existe entre España y las economías más desarrolladas de la CE, la UEM podría tener efectos negativos, entre ellos el de bloquear el proceso de convergencia de la economía española.

El apoyo público a la UEM es bastante fuerte y va en aumento. La opinión pública española, medida por el Eurobarómetro, sólo tiene por delante a la italiana en cuanto a aceptación de una política monetaria común. Las encuestas indican asimismo que el apoyo de los particulares a la UEM se basa en expectativas de costes más bajos de financiación y transacción.

**Comisión de las Comunidades Europeas *L'impact Sectoriel du Marché
Intérieur sur l'Industrie: les enjeux pour les États membres,
Economie Européenne, 1990***

El documento reseñado constituye una primera aproximación al estudio del mercado único europeo sobre la industria de los países comunitarios. A diferencia de los estudios realizados anteriormente, su enfoque es fundamentalmente microeconómico, es decir, trata de evaluar los ajustes estructurales que pueden derivarse de la profundización de la lógica competitiva en los mercados industriales comunitarios.. Además, el documento contiene una discusión sobre las implicaciones de distintas políticas comunitarias sobre los citados ajustes estructurales.

El principal mérito del trabajo reseñado reside en que el análisis de los efectos sectoriales del mercado interior se aborda sobre la base de una metodología común y, ciertamente, consistente, ello permite deducir el impacto de la apertura de fronteras no arancelarias que separan a los países comunitarios sobre sus respectivas industrias nacionales. Así, el estudio se estructura en dos partes. La primera de carácter sectorial, trata de predecir la importancia y el signo de los ajustes estructurales; la segunda, de carácter nacional, informa acerca de la situación actual y futura de cada una de las industrias nacionales. Es difícil hacer justicia a la riqueza del estudio en una breve reseña; en todo caso, cabe subrayar las conclusiones más sobresalientes.

La desaparición de las barreras no arancelarias afectará, fundamentalmente, a sectores caracterizados en la actualidad por una fragmentación nacional de sus mercados. Tales sectores concentran un 50% del valor añadido industrial comunitario. En definitiva, el impacto industrial del mercado interior se asienta sobre una base económica muy importante.

Una primera conclusión del estudio es que la realización del mercado interior no modificará sustancialmente la geografía europea de las actividades económicas. No cabe esperar, por tanto, cambios importantes en los perfiles de especialización productiva de los países comunitarios ni transferencias de sectores entre ellos. Tal conclusión se apoya en la coincidencia entre las cuotas de producción de los diferentes países y sus ventajas comparativas en los sectores más sensibles al mercado interior.

Desde una perspectiva más dinámica, el estudio establece un conjunto de escenarios, cuya realización debe depender de la naturaleza de las estrategias observadas por las empresas de los países miembros y del propio proceso de definición normativa del mercado interior. En lo que hace relación a los países comunitarios más avanzados,

los procesos de ajuste se sitúan en el nivel empresarial. Así, se observan modificaciones profundas en las estrategias empresariales, tanto desde un punto de vista funcional como desde una perspectiva corporativa. De tal hecho debe deducirse la relevancia de los efectos del mercado interior.

A largo plazo, puede prevalecer un escenario en que las autoridades de los países miembros adopten una óptica nacionalista del proceso de ajuste, impulsando la creación y fortalecimiento de "campeones nacionales", a través de la imposición de barreras fiscales, societarias y ligadas a las compras públicas, frente a un escenario alternativo de "europeización" de las empresas. La incompatibilidad del primer escenario con los objetivos últimos del mercado interior moverá a la Comisión a desarrollar todas aquellas iniciativas que orienten el proceso de ajuste a la consecución de los fines pretendidos.

En lo que se refiere a los países menos desarrollados de la comunidad, entre los que se encuentra España, los procesos de ajuste tienen un carácter sectorial, lo que puede implicar costes de ajuste más elevados, a financiar precisamente por los fondos estructurales. La constitución de una "fortaleza comunitaria", inmune a la competitividad de los países extracomunitarios en vías de desarrollo ocasionaría, probablemente, una transferencia intracomunitaria, del Norte a Sur, de actividad industrial correspondientes a sectores tradicionales de demanda estancada y con un coste laboral elevado. Este escenario de especialización interindustrial minimizaría los costes de ajuste a corto plazo, aunque daría lugar a ajustes de una cierta envergadura a medio y largo plazo, en razón de la dificultad de mantener en ese horizonte el aislamiento de los mercados comunitarios a la competencia exterior.

Un cierto número de evidencias empíricas parecen mostrar que nuestro país se sitúa en una posición intermedia entre los dos grupos de países citados. Aunque su nivel de desarrollo y estructura industrial obligan a incluirlo entre los países comunitarios menos desarrollados, el disfrute actual y potencial de ventajas competitivas en sectores de contenido tecnológico elevado, la evolución reciente de la inversión extranjera directa y la clara vocación europea de los empresarios españoles nacen de España un caso particular, de suerte que el ajuste de su estructura industrial a las nuevas condiciones esta sujeto a un cierto número de incertidumbres.

La lectura del estudio permite conocer la situación, problemas y evolución previsible de cada una de las industrias de los países comunitarios, así como la geografía de los sectores más sensibles al mercado interior. Todo ello, juntamente con el carácter de metodología empleada, hace aconsejable la lectura de este volumen.

Alberto Lafuente Félez

Catedrático de Economía de la Empresa. Vocal de la Comisión Gestora de la Universidad Carlos III de Madrid.

SISTEMA FINANCIERO

PAGARES DEL TESORO, FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO Y OPACIDAD FISCAL

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

1.- El papel de los pagarés del Tesoro y otros activos en la ocultación fiscal.

La publicación de la ley 14/1985, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, supuso la concesión de privilegios fiscales a los pagarés del Tesoro, que se definieron por la exención de retención fiscal y por la ausencia de obligación a informar sobre los términos de las transacciones ejecutadas por los mediadores del mercado a las autoridades fiscales. Desde aquel momento, los saldos de pagarés del Tesoro fueron arrebatando a los pagarés bancarios el primer lugar entre los activos financieros que podían facilitar la ocultación fiscal. Dicho puesto fue definitivamente consolidado un año después de la promulgación de la ley 14/1985, y tras el fin del período transitorio, cuando tan sólo los tenedores de pagarés del Tesoro y de pagarés activos financieros con retención en el origen -afros-, pudieron sustraerse al control fiscal.

En este estudio se pretende ofrecer una aproximación a las cifras disponibles de las colocaciones en ciertos instrumentos financieros que han favorecido la ocultación fiscal, y no una visión exhaustiva del complejo problema del fraude y de la persecución del *dinero negro*. El análisis comienza con la discusión de las implicaciones de la ley 14/1985 sobre la evolución del mercado de pagarés del Tesoro, una vez que éstos se habían constituido como el medio básico para la financiación del déficit presupuestario, que disfrutó de amplia aceptación en el mercado, y que sirvió de instrumento de drenaje para la liquidez excedente por el Banco de España. A continuación se intenta aportar una visión resumida de la evolución de los saldos de activos, respaldados o no por los pagarés del Tesoro, creados a su imagen y semejanza, o simplemente producto de modernas técnicas de la ingeniería financiero-fiscal, que han cumplido con éxito, la mayor parte de las veces sólo en el pasado, la misión de ocultar caudales a la administración fiscal. Por último, analizamos el problema de la desaparición del pagaré del Tesoro, desde la óptica de la financiación del déficit público y de la política de emisión de deuda.

1.1.- La consagración legal de la opacidad fiscal.

En la ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, se estableció que los rendimientos de todo activo que generase únicamente rendimientos implícitos quedaba sujeto a retención de forma similar a los cupones explícitos, con excepciones muy precisas: los rendimientos de los títulos, emitidos por el Tesoro o el Banco de España, que se definieran como instrumentos de regulación de la liquidez, y además los pagarés del Tesoro. Asimismo, se instituyó la opacidad fiscal de los pagarés del Tesoro y de los llamados afros. Los pagarés afros -activos financieros con retención en el origen- pudieron emitirse por entidades financieras y por empresas

cuyos recursos superaran 700 millones. Se entiende por opacidad fiscal la ausencia de obligación de información a las autoridades tributarias sobre los tenedores en las sucesivas transacciones de estos títulos ejecutadas por los agentes y otros mediadores. No significa, bien entendido, la exención de la tributación en los impuestos correspondientes. La propia ley estableció una moratoria para la adaptación a los nuevos requerimientos de los rendimientos implícitos de los activos emitidos antes del 7 de julio de 1984, o emitidos en fecha posterior si su plazo de vencimiento fuera inferior a un año.

La promulgación de esta ley generó un brusco cambio en la evolución de los saldos de pagarés del Tesoro y de otros activos. El establecimiento de un diferente tratamiento fiscal a favor de los pagarés del Tesoro respecto a otros instrumentos de renta fija a corto plazo introdujo una *prima fiscal* para el pagaré. El coeficiente obligatorio de pagarés no había penalizado, hasta entonces, la rentabilidad de éstos. Sus rentabilidades pudieron caer en términos relativos frente a las ofrecidas por otros activos no opacos fiscalmente. Así, los tipos se redujeron desde el 11.77% (para los pagarés a un año) en abril de 1985 hasta el 8.86% de enero de 1986. Los saldos del público a vencimiento entre julio y diciembre crecieron más de 300 m.m., y los saldos *repo* casi 1250 m.m., fenómeno que debemos relacionar con la migración de saldos en pagarés bancarios tras el fin del período transitorio marcado por la ley 14/1985, como veremos más adelante. No obstante, y a pesar de la muy fuerte demanda de la que fueron objeto los pagarés del Tesoro por el público, en la segunda mitad del año, la absorción de títulos por las instituciones financieras por la caída de la rentabilidad y por el renacer de la demanda de crédito (en los últimos meses del año), se redujo considerablemente. Esto condujo a un mayor recurso a la apelación directa del Tesoro al Banco de España, y éste, mientras tanto, mantuvo en términos netos el saldo de pagarés a pesar de las fluctuaciones de las que fue objeto en el año.

La expansión de las tenencias de pagarés del público fue reflejo de la búsqueda por éste de un refugio fiscalmente opaco aun soportando el coste de oportunidad de una rentabilidad inferior a la de otros activos sin privilegios fiscales. Los pagarés del Tesoro desplazaron desde mayo de 1985 a otros activos requeridos por el público por razones estrictamente fiscales, produciéndose un importante efecto de transferencia de fondos.

A partir de la configuración de las diferencias tan acusadas en el tratamiento fiscal de los pagarés del Tesoro, que en los meses sucesivos escudaron una significativa bajada de los tipos de rentabilidad, el pagaré empezó a perder una buena parte de su atractivo en carteras *fiscalmente transparentes*. Se configuraron dos segmentos claros para la demanda de pagarés: por una parte la demanda de títulos fiscalmente opacos por el público, por otra, la demanda para la cobertura del coeficiente de las entidades de crédito. Estas circunstancias, marcaron el inicio de la pérdida de empuje de los pagarés como instrumento básico para la financiación del déficit, en un contexto de difícil emisión de títulos a largo plazo, de inexistencia de instrumentos alternativos de emisión a corto, y de pérdida de liquidez y profundidad de los mercados de los activos a través de los que se operaban las intervenciones del Banco de España (en esquemas de reducción más que de aumento de los coeficientes de pagarés). El pagaré ha quedado progresivamente relegado de las colocaciones de las tesorerías de las entidades, como se demuestra en la evolución de la proporción de los activos de libre negociación (por contraposición a los mantenidos para la cobertura del coeficiente) sobre el total de los saldos de pagarés. En mayo de 1985, los pagarés (excluyendo la cartera del Banco de España) fuera de coeficiente ascendían a 1244 m.m., un 28.5% del total; en diciembre, la proporción disminuyó hasta el 15.4%, y un año después hasta el 1.8% (que representaba un nominal de 100 m.m.).

Desde junio de 1986, momento en el que se produjo la asimilación a los saldos de pagarés del Tesoro de una proporción importante de los pagarés bancarios, el saldo en poder del público se ha

reducido, con la excepción del paréntesis del primer semestre de 1987, a causa de las nuevas disposiciones acerca de las primas únicas, como veremos en un apartado específico. El saldo máximo del primer semestre de 1986, 4055 m.m., ha caído algo más de dos billones hasta junio del presente año.

TABLA 1.- SALDOS VIVOS DE ALGUNOS ACTIVOS FINANCIEROS
Datos en m.m. de pesetas

	Pagarés del Tesoro del público	Cesiones de activos privados	Transferencias de activos	Participaciones de activos	Pagarés bancarios	Operaciones de seguros en ALP	Cuentas innominadas	Pagarés forales	TOTAL
1984 Junio	708.9	56.0			2 809.9	158.5			3733.3
Diciembre	808.7	59.1			3 360.2	171.8			4399.8
1985 Junio	1 287.9	42.3			4 056.1	243.8			5630.1
Diciembre	2 227.9	49.0			2 838.1	219.5			5334.5
1986 Junio	4 055.5	55.7			544.0	477.0			5132.2
Diciembre	3 440.8	142.1	86.9		601.8	667.9			4939.5
1987 Junio	3 628.1	298.6	227.2	39.6	783.1	912.2			5888.8
Diciembre	3 178.2	219.4	274.4	41.2	925.6	1 139.8			5778.6
1988 Junio	2 685.0	124.4	404.1	66.9	652.5	1 350.0			5282.9
Diciembre	2 598.0	85.5	661.5	213.0	525.5	1 394.8			5478.3
1989 Junio	2 492.6	74.4	797.1	353.7	801.7	1 323.2		1000	6842.7
Diciembre	2 236.3	36.2	182.5	75.4	969.6	1 014.3		1000	5514.3
1990 Junio	2 047.7	16.5	121.3	10.2	741.7	651.5	200.0	900	4688.9

Nota: Para la mayor parte de las columnas, elaboración propia a partir de datos del boletín estadístico del Banco de España. Los datos sobre pagarés forales proceden de estimaciones propias de Analistas Financieros Internacionales, S.A., y los relativos a cuentas innominadas de las cifras vertidas a la prensa por el Banco de España.

1.2.- Los afros

Los activos financieros con retención única en el origen fueron los que compartieron con los pagarés del Tesoro, tras la ley 14/1985 el carácter de opacidad fiscal. Sin embargo, han estado sometidos a gravamen, en tanto en cuanto se practica una fuerte retención sobre los rendimientos efectivos esperados, en el momento de la primera colocación. En mayo de 1985, el tipo de la retención se situó en el 45% al tiempo que se exigió un tipo de rendimiento mínimo del 10%, factores que dejaron a los afros en seria desventaja respecto a los pagarés del Tesoro, que mantenían una rentabilidad primaria situada algo por debajo del 9% (emisiones a un año) sin retención de ningún tipo. En marzo de 1986 se retocó a la baja el tipo de rendimiento mínimo al 8.5%, lo que propició masivas emisiones de este instrumento cuando se produjo, en los primeros meses de 1987, una escalada de los tipos del depósito interbancario, mientras que el tipo a 18 meses para el pagaré del Tesoro se estabilizó en el 8%. En julio de 1987 el tipo mínimo quedó fijado en el 15%. Por último, la ley de Presupuestos de 1988 corrigió la escala de gravamen, lo que implicó la elevación del tipo de retención al 55%, encareciéndose más la emisión de afros en relación al mercado monetario.

No obstante, en los primeros meses de 1990 se ha acudido en ocasiones a la emisión de afros. Con tipos del depósito interbancario manifiestamente tensos en los plazos largos, ha resultado posible, soportar los 8.25 puntos de retención y ofrecer una rentabilidad similar a la de los pagarés del Tesoro, sobre todo en instantes de significativa elevación del coste medio del pasivo. Con el establecimiento del coeficiente de caja en el 5%, especialmente para las entidades financieras de Navarra, dadas las particularidades fiscales que establecen un tipo de retención del 45% y un tipo mínimo de rentabilidad del 10%, pudo, en algún momento, ser plausible la emisión de afros.

1.3.- Los pagarés bancarios.

En marzo de 1983, el Banco de España aclaró que los recursos captados a través de la emisión de pagarés bancarios eran asimilables a depósitos a plazo, y por lo tanto, computables en el cálculo de los coeficientes, y sujetos a las limitaciones existentes entonces sobre los tipos de interés. Hasta marzo de 1987 estuvieron limitados los tipos de los depósitos a plazo inferior a seis meses en el 6.5%, y en el 7.5% los depósitos entre seis y doce meses inferiores a un millón de pesetas. Las rentabilidades que podrían ofrecerse bajo dichas circunstancias no pudieron competir con las de otros activos, especialmente con los nacientes pagarés del Tesoro. Los intentos de fomentar la negociación en un mercado bursátil fracasaron completamente, y estos activos quedaron circunscritos a la clientela bancaria.

La ley 14/1985 provocó definitivamente la deserción del panorama de los mercados financieros españoles de esta figura, que, hasta el establecimiento de la obligatoriedad de la retención sobre los rendimientos, compitió con los depósitos bancarios tradicionales, y además sustrajo del control del fisco saldos muy significativos. En 1985 se alcanzó el saldo máximo de los pagarés bancarios vivos con 4056.1 m.m.. Pudo observarse, meses después, en concreto durante el primer trimestre de 1986, cuando finalizaba la moratoria prevista para ciertos activos en la ley 14/1985, entre los que figuraban los pagarés bancarios, una cierta correspondencia entre vencimientos de éstos y las variaciones de los saldos de pagarés del Tesoro en poder del público. Así, las últimas representaron en los cuatro primeros meses de 1986, el 74% de la caída del saldo de los pagarés bancarios. La tendencia de los saldos de pagarés bancarios a decrecer se ha interrumpido visiblemente en momentos de fuerte tensionamiento de los tipos del depósito interbancario, que propiciaron la emisión de pagarés afros, sobre todo por entidades bancarias. En 1987, el importe neto emitido pudo superar los 300 m.m., y en 1989 los 400 m.m..

1.4.- Las primas únicas.

Los seguros de prima única vieron mermadas parte de sus posibilidades de ocultación fiscal desde la obligatoriedad, a partir de diciembre de 1986, de la presentación a la administración tributaria de las operaciones con terceros, incluyendo estos seguros, originadas por profesionales y empresarios. Esta medida pudo ralentizar el crecimiento de los saldos de primas únicas, pero en ningún caso el sentido de su evolución, expansiva hasta los primeros meses de 1989. Los conflictos judiciales por conocer la identidad de los suscriptores, entre las entidades aseguradoras o emisoras, y la Hacienda Pública fueron, aunque con lentitud, resolviéndose a favor de la Administración.

La *confianza* del público en este instrumento, que nunca pudo catalogarse fiscalmente opaco de forma estricta, parece haberse socavado al no resultar ya útil para actividades de ocultación de ciertos capitales. Los pagarés del Tesoro se convirtieron en la escapatoria inmediata financiera más fácil para esos caudales. En el real decreto-ley 5/1989, de 7 de julio, sobre medidas financieras y fiscales urgentes, se especificó la prohibición para las entidades exclusivamente aseguradoras, la ejecución de las operaciones que hemos tratado en este apartado, y que indudablemente ha incidido negativamente en su difusión. Las cifras que se recogen en la tabala 1, únicamente reflejan los seguros de prima única incluidos en ALP, es decir, aquéllos que están emitidos por cajas de ahorro autorizadas. La rápida progresión de las primas únicas en 1986 se frenó en 1987. Después de diciembre de 1988 (con casi 1.4 billones), el saldo en circulación ha decrecido de manera cada vez más acelerada, y supone en la actualidad menos de 600 m.m..

1.5.- Los pagarés forales.

A partir de julio de 1986 se inició la emisión en el territorio de la Comunidad Autónoma Vasca de títulos conocidos por el nombre de pagarés forales. Estos activos plantearon durante tres años, y especialmente durante 1989, una seria competencia a las emisiones de pagarés del Tesoro, con un tipo en torno al 7% para inversiones con un año hasta vencimiento. Al margen de la cuestión de la competencia suscitada por el ofrecimiento de tipos de interés superiores a los del Tesoro, el conflicto entre las administraciones Central y Forales se centró en que se captaban fondos que no tenían por objeto la financiación directa de ningún déficit. Se ofrecían medios, fiscalmente opacos, para facilitar la ocultación de capitales sin que vallera el pretexto de financiar un desequilibrio explicado por inversiones presupuestarias. Por otro lado, las entidades financieras colaboradoras de las diputaciones forales, ofrecían los pagarés a cambio de una comisión abonada a las últimas en la fecha de vencimiento, que *encarecía* las emisiones hasta el 12.25%, tipo en cualquier caso muy inferior a los del depósito interbancario a un año o de la letra del Tesoro, en aquel momento.

El saldo de pagarés forales en el último trimestre de 1989 y en los primeros meses de 1990 se situó cercano al billón de pesetas. Las controversias públicas y políticas entre las administraciones, y la rebaja del tipo de emisión al 5.5% a partir de abril perjudicaron el atractivo de estos instrumentos, cuyo saldo se encuentra en franca reducción, todavía próximo a los 700 m.m., y con perspectivas de limitarse en el futuro.

1.6.- Las cesiones de activos diversos.

En la circular 13/1989, de 7 de julio, se introdujeron normas mucho más precisas que las existentes hasta entonces, para la consideración de transferencias de activos y de participaciones en activos. El fin de la regulación apuntaba a encuadrar con exactitud aquéllas operaciones que a juicio del Banco de España debían incluirse en la rúbrica *transferencias de activos*, y por lo tanto, excluirse de la base del cómputo del coeficiente de caja. En el momento de la promulgación de las nuevas normas se desarrolló la *reclasificación* de muchas de las operaciones que anteriormente se consideraron transferencias, dentro de las participaciones. El saldo de transferencias pudo reducirse de manera muy drástica, desde los casi 800 m.m. en julio de 1989, hasta los poco menos de 100 m.m. al final de 1990. El transvase a participaciones fue muy fugaz, en el sentido que rápidamente esas partidas migraron a otras rúbricas dentro y fuera de ALP (Activos Líquidos en poder del Público). En la

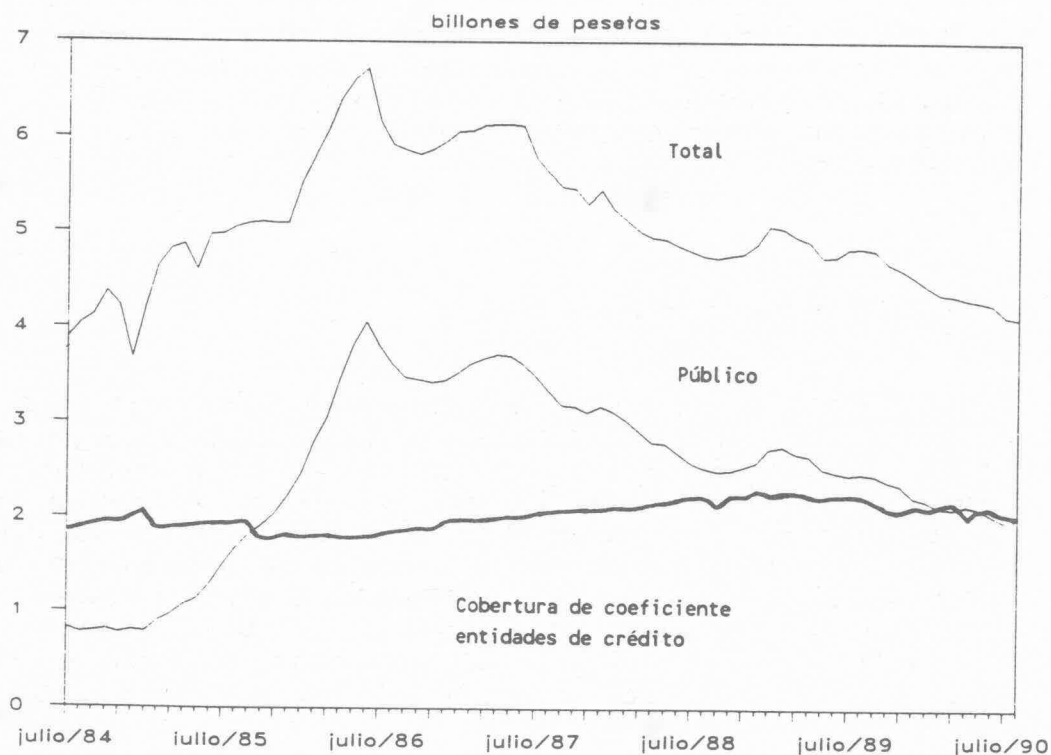
actualidad menos de 20 m.m. permanecen en participaciones de activos. Se observó, en su día, un interesante movimiento en los saldos de pagarés de empresa, en las entidades financieras primero y en el público después, que permitió relacionar al *efecto reclasificación* con el prólogo, en la segunda mitad de 1989, de las bases para la reactivación del mercado de pagarés de empresa.

El proceso de desintermediación financiera ha podido, en nuestra opinión, basarse en buena medida a lo largo de los meses pasados, en la frecuente instrumentación del crédito bancario sobre pagarés de empresa. En determinadas circunstancias, éstos han podido cederse directamente a la clientela bancaria, lo que explicaría la continua expansión de los saldos del público que contrasta con la atonía de los *mercados abiertos* de dichos títulos. Se trata, en suma, de saldos sobre los que cabe ofrecer rentabilidades elevadas y cuya oferta puede graduarse con una amplia flexibilidad.

1.7.- Las cuentas innominadas.

En meses muy recientes, se ha conocido la, al parecer, creciente utilización de un medio alternativo de ocultación fiscal a través de la suscripción de talones de puño. La Autoridad Monetaria estima en unos 200 m.m. el caudal mimetizado en el epígrafe *otras cuentas*. La sumersión de los saldos se realizaría a través de la aportación en efectivo, sin que quepa registro fehaciente de la identidad del impositor, a la que la entidad responde con la entrega de un cheque por un montante que incluye los intereses. Estos pueden venir respaldados por un instrumento fiscalmente opaco, en particular pagarés del Tesoro adquiridos *repo* o a vencimiento, en cuyo caso su rentabilidad, en plazos entre un mes y un año, tendría su techo en el 4% - 4.5% sin contar con las comisiones.

Gráfico 1
PAGARES DEL TESORO. SALDOS VIVOS.



2.- El futuro de los pagarés del Tesoro.

La función desempeñada por los pagarés del Tesoro ha marcado, al inicio de la década de los ochenta, uno de los orígenes de la modernización de los mercados financieros españoles. Su presencia en el mercado se sostuvo por las necesidades financieras del Estado, que abordaron su cobertura principalmente a través de la apelación al mercado a tipos de rentabilidad atractivos. El proceso del abandono de la monetización directa y sistemática del déficit del Estado ha tenido altibajos en la historia reciente de nuestro país, pero la disponibilidad de esta vía de emisión flexible de deuda a corto plazo ha propiciado la ortodoxia en la financiación. El éxito de la implantación del pagaré se amparó en la consolidación de un mercado líquido, al tiempo que plantó su germen, a partir del cual se generaron rentabilidades de referencia a corto plazo, y que facilitó la integración de los demás mercados financieros. La consideración de los pagarés dentro del coeficiente de fondos públicos fue en su primer momento una medida favorable para las entidades financieras, ya que permitió rentabilizar en mayor grado los saldos de fondos públicos para la cobertura del coeficiente correspondiente con un activo negociado además en un mercado altamente líquido. Fue, asimismo una medida irrelevante mientras que los saldos de pagarés superaron significativamente la cifra del coeficiente. Se preparó así el ascenso del pagaré como instrumento de drenaje de la liquidez excedente, al centro de la instrumentación de la política monetaria, y plantearse nitidamente el nexo entre esta última y la política presupuestaria.

La promulgación de la ley 14/1985 significó para el pagaré emprender un recorrido progresivamente divergente con la evolución del mercado monetario por la consagración de su opacidad fiscal. Los privilegios fiscales que le fueron otorgados a los pagarés del Tesoro eximiendo a sus intereses de retención (así como a los instrumentos de regulación monetaria y otros), y sobre todo, el anonimato fiscal de los tenedores, obligó al Tesoro al descenso de sus rentabilidades, con el consiguiente abaratamiento de las emisiones. La ocultación fiscal se constituyó en el motivo del público para mantener saldos de pagarés. El mercado se resintió profundamente, incluso antes de la aparición de la letra del Tesoro y de las operaciones *repo* de deuda anotada, aunque se han venido produciendo recuperaciones momentáneas de la demanda a medida que han desertado saldos ocultos en otros activos, de los que sería muy difícil una enumeración completa. Por otro lado, los pagarés han sido sustituidos en las operaciones de drenaje de liquidez, quedando saldos en los activos bancarios para la cobertura del coeficiente. Este inició su progresiva reducción en marzo de 1989, que culminará en diciembre de 1992 con su completa desaparición (ver tabla 2).

Los más de 1.8 billones invertidos en cuentas de terceros de pagarés del Tesoro, no son los únicos fondos ocultos fiscalmente en el sistema financiero español. Unos argumentos esgrimidos con frecuencia indica la paradoja que el propio Estado haya facilitado *un lugar bajo la sombra* para estos capitales cuando, en principio, se encuentra empeñado en una lucha contra el fraude fiscal, y la *filosofía fiscal aparente* de los pagarés puede, quizás, servir de *mal precedente* para la política de deuda de otras administraciones públicas. Asimismo, según se dice, resulta inevitable que los pagarés puedan emplearse para el soporte anónimo de otras operaciones de ocultación. Estos argumentos, expresados sin matizaciones, revelan un juicio, insuficientemente justificado. Las discusiones acerca de la financiación del déficit exigen mucho más pragmatismo que declaraciones semejantes. Dada la fertilidad de la imaginación de los defraudadores, la supresión inmediata de los pagarés no facilitaría en modo alguno la aforación y mucho menos el control de los saldos ocultos. Pagar la prima de ocultación, sin incurrir en otras actividades de mayor riesgo financiero o penal, implica recibir tan sólo una rentabilidad del 5.5%, y a cambio el Tesoro obtiene fondos para cubrir inversiones presupuestarias. La extirpación del fraude fiscal depende, en nuestra opinión, de la adopción de un buen número de medidas legales y presupuestarias. La súbita desaparición de los pagarés del Tesoro

TABLA 2. CALENDARIO DE REDUCCION DEL COEFICIENTE DE INVERSION OBLIGATORIA Y DE SU TRAMO EN PAGARES DEL TESORO

Dia reduccion coeficiente	Decenas	Coeficiente medio ponderado		
		Total	Pagares	
31-Mar-89	V	3aMAR.	10.875	9.854
		1aABR.	10.625	9.562
30-Jun-89	V	3aJUN.	10.577	9.520
		1aJUL.	10.250	9.225
30-Sep-89	S	3aSEP.	10.136	9.123
		1aOCT	9.875	8.887
31-Dic-89	D	3aDIC.	9.772	8.795
		1aENE	9.500	8.550
31-Mar-90	S	3aMAR.	9.328	8.396
		1aABR.	8.875	7.987
30-Jun-90	S	3aJUN.	8.686	7.818
		1aJUL	8.250	7.425
30-Sep-90	D	3aSEP.	8.078	7.271
		1aOCT.	7.625	6.862
31-Dic-90	L	3aDIC.	7.467	6.721
		1aENE	7.000	6.300
31-Mar-91	D	3aMAR.	6.781	6.103
		1aABR.	6.200	5.580
30-Jun-91	D	3aJUN.	5.981	5.383
		1aJUL	5.400	4.860
30-Sep-91	L	3aSEP.	5.200	4.680
		1aOCT.	4.600	4.140
31-Dic-91	M	3aDIC.	3.750	3.375
		1aENE	3.750	3.375
31-Mar-92	M	3aMAR.	3.560	3.204
		1aABR.	2.800	2.520
30-Jun-92	M	3aJUN.	2.570	2.319
		1aJUL	1.850	1.665
30-Sep-92	X	3aSEPT.	1.564	1.408
		1aOCT.	0.900	0.810
31-Dic-92	J	3aDIC.	0.000	0.000

Fuente:Elaboración propia sobre datos del Boletín Estadístico de Banco de España.

plantearía, por otra parte, el problema de absorber un volumen de casi 3.8 billones a través de la emisión de otros instrumentos de deuda.

El año 1993 se iniciará, previsiblemente, con la ausencia del coeficiente de pagarés en las entidades financieras. Ello implica la migración gradual de las colocaciones actuales de pagarés hacia otros títulos de deuda del Estado y hacia otros activos. Por otro lado, el propio comportamiento del público reduce mes a mes sus saldos en pagarés del Tesoro, en este momento ya por debajo de las cesiones de deuda del Estado. En el futuro próximo, la menor presión de las necesidades financieras del Estado sobre los mercados a corto plazo, y la menor tensión, en el horizonte del medio plazo, de la política monetaria, conjugadas con una mayor presencia de los inversores no residentes en deuda a medio y largo plazo (por la supresión de la tributación a los inversores de la CEE) permitirá, en nuestra opinión, reorientar fácilmente las colocaciones actuales en pagarés.

Cabe pensar, pues, que los pagarés *son enfermos que gozan de muy buena salud*. Uno de los segmentos más relevantes del mercado de pagarés, los pagarés para la cobertura de coeficiente, desaparecerá en fecha fija conocida, y el otro segmento, pierde peso progresivamente. Se plantean, por lo tanto, dos cuestiones de interés. La primera se referiría a la conveniencia de precipitar la caída de los pagarés; la segunda, que obviamente debería responderse tras la anterior, plantearía la permanencia en el mercado de los pagarés como activo fiscalmente privilegiado, o la asimilación de los saldos a los de otros activos, parcialmente a través de la afloración, parcialmente, con esto hay que contar, hacia la huida a otras tinieblas.

En nuestra opinión, la respuesta a la primera de cuestiones parece más fácil. En principio, la desaparición brusca de los pagarés con sus privilegios fiscales, resulta una opción siempre posible, pero sólo desde el punto de vista legal. Entendemos que se trataría de la desaparición completa, auspiciada por la no renovación de los vencimientos y la supresión anticipada del coeficiente. Sin embargo, los trastornos que podrían acarrear en los mercados financieros y en la instrumentación de la política de endeudamiento del Tesoro, nos inclinan a pensar que esta opción, tan sólo puede abordarse a modo de ejercicio intelectual.

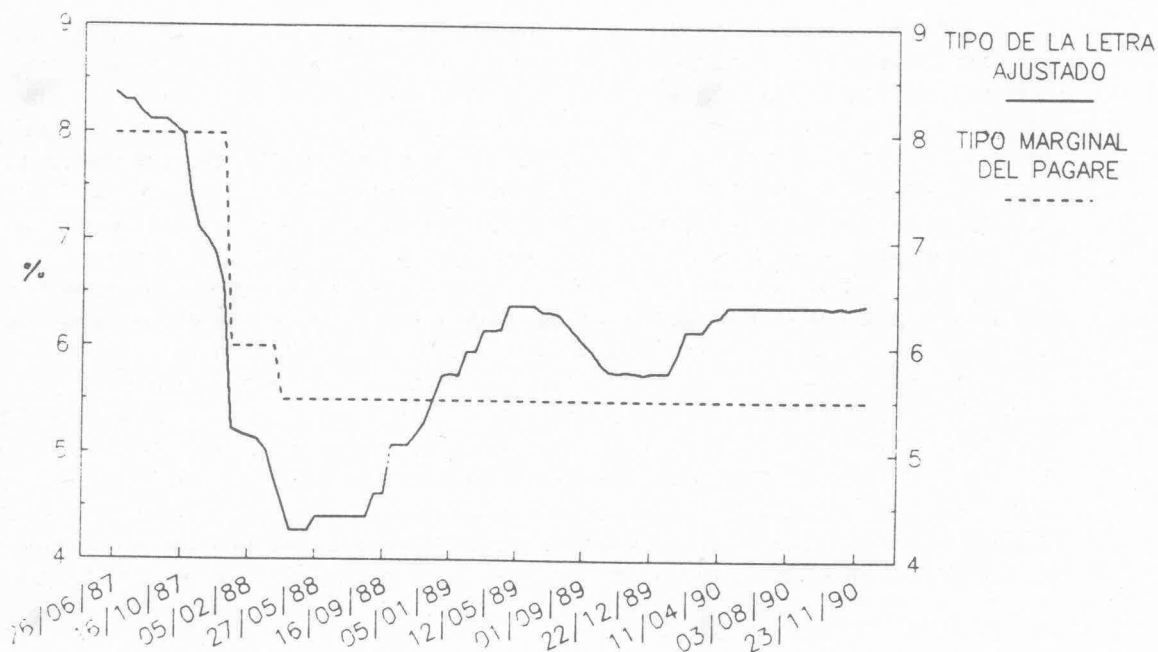
Por el contrario, no se presenta voluntarista la enumeración de consideraciones sobre el futuro de los instrumentos de financiación fiscalmente opacos para financiar el déficit público. Hacia 1993 podría subsistir un nominal situado entre un billón y 1.3 billones de pagarés en el público (que se corresponden con unas caídas del saldo del orden del 15% al 25% anuales). Estas serían cifras bastante más manejables para su absorción por otros instrumentos de endeudamiento en un plazo *medio*, quizás entre dos y tres años. No obstante, la eliminación de la panoplia de activos ofrecidos al público por el Tesoro, de los opacos fiscalmente, debería emparejarse con un mayor éxito de la lucha contra el fraude fiscal. En caso contrario, todos pagaríamos cuatro graves consecuencias. En primer lugar, se perdería la posibilidad de financiar parte del déficit del Estado a costes por debajo de la referencia del mercado. Esta afirmación se ilustra con el gráfico 2 en donde se representa la prima fiscal del pagaré del Tesoro. En la situación actual de tipos de las letras del Tesoro, la aplicación del tipo marginal máximo sobre los rendimientos efectivos de éstas no favorece, en términos de rentabilidad, la inversión en pagarés ya que la prima fiscal es negativa en casi 1.5 puntos. La rentabilidad del pagaré sólo se vio fiscalmente favorecida entre noviembre de 1987 y diciembre de 1988, pudiendo incluso superar los dos puntos las primas fiscales en abril de 1988. En segundo lugar y muy relacionado con lo anterior, los saldos opacos dejarían de contribuir, si acaso anónimamente, a la financiación de inversiones presupuestarias. En tercer término, esa fracción de caudales *ahora ocultos* pasarían a ser *invisibles*. Y por último, se dejaría de marcar una referencia, quizás baja pero nunca

irrelevante, para la retribución de los saldos opacos, no decididamente empeñados en inversiones de mayor riesgo, como antes comentamos, financiero o penal.

A pesar de que los planteamientos de las autoridades fiscales, dados a conocer en diversas ocasiones, son de rechazo absoluto a una amnistía fiscal, tampoco hay por qué renunciar a incentivar la afloración progresiva de los saldos invertidos en pagarés. La absorción del volumen todavía en circulación de pagarés del Tesoro en 1993, podría realizarse en un período transitorio entre dos y tres años, facilitada por las labores de la inspección de tributos y de la judicatura, por una parte, y de la emisión de algún nuevo instrumento por otra. Podemos, para finalizar, proponer la puesta en circulación, a medida que se produzcan los vencimientos, de un instrumento de deuda del Estado a plazo entre uno y dos años, de cupón cero y con características similares a los afros. Estos tratarían de aprovechar el contenido de incentivo en la declaración anual de la renta de la retención en el origen. Podrían consistir en pagarés con una rentabilidad bruta similar a la del mercado. Supongamos un título con un tipo de rentabilidad del 12%, con una retención en el origen del 55% (que también podría modificarse al efecto), pero reintegrable en la declaración del IRPF o del IS. A semejanza de los afros, estos pagarés serían fiscalmente opacos, y a diferencia de los mismos, sus rendimientos se declararían de forma similar a los actuales pagarés de empresa en el IRPF. Si el ciudadano decidiera declarar, la rentabilidad podría aproximarse a la del mercado para la deuda pública del Estado a corto plazo. Si decidiera no aflorar sus caudales, su rentabilidad, el 5.4%, se aproximaría a la de los actuales pagarés del Tesoro, sin perder, claro está, la referencia marcada por el tipo de la letra del Tesoro para no ofrecer primas fiscales positivas. Teniendo en cuenta que en el momento del lanzamiento de estos títulos también se daría a conocer la fecha de la última emisión, se presentaría muy nítidamente al inversor la magnitud del coste de oportunidad de no aflorar sus fondos. Este sistema u otro en la misma línea no garantiza ningún éxito, pero la acogida aunque parcial, justifica el intento, dada la magnitud de las cifras del endeudamiento del Estado y de su repercusión sobre los mercados.

Gráfico 2

ESTIMACION DE LA PRIMA FISCAL DEL PAGARE DEL TESORO



III SIMPOSIO DE MONEDA Y CREDITO
Madrid, 19 y 20 de noviembre

LA FISCALIDAD ESPAÑOLA: PROBLEMAS ECONOMICOS

El III Simposio de la revista Moneda y Crédito, celebrada en Madrid en los días 19 y 20 de noviembre, ha dedicado sus debates en la presente edición a uno de los temas más polémicos del momento: los problemas de la fiscalidad española. Con esta iniciativa, impulsada por el profesor Rojo, presidente de Moneda y Crédito, el Simposio revalida las aspiraciones que animaron su nacimiento en noviembre de 1988: analizar y debatir de forma rigurosa los problemas de mayor actualidad y relevancia de la economía nacional e internacional. Esta nota pretende dar una breve noticia del contenido de las ponencias presentadas y discutidas en el simposio.

Las ocho ponencias se agruparon en torno a tres bloques temáticos: a) Fiscalidad y ahorro en España, b) Armonización de la imposición sobre el capital en la CEE, y c) Miscelánea: fraude fiscal y reforma de la imposición societaria. La presentación de las ponencias y la discusión posterior fueron dirigidas por José Viñals (Comité de Bancos Centrales). Participaron activamente, asimismo, Olivier Blanchard (MIT), César Molinas (Comisión Nacional del Mercado de Valores), Juan José Dolado (Banco de España), Miguel Sebastián (Universidad Complutense), Ignacio Zubiri (Universidad del País Vasco), Juan Corona (Universidad

Central de Barcelona) y Samuel Bentolila (Centro de Estudios Monetarios y Financieros y Moneda y Crédito), entre otros.

¿Ha caído realmente el ahorro nacional en los últimos años? ¿Ha variado su composición? ¿Qué interrelaciones se dan entre ahorro público y ahorro privado? La ponencia presentada por Isabel Argimón (Banco de España), bajo el título "La tasa de ahorro en España: 1964-1989", se dedica a profundizar en estas cuestiones desde una perspectiva estadística y descriptiva. Los contrastes econométricos realizados por la autora permiten concluir que el ahorro nacional, el ahorro privado y el ahorro de las familias han experimentado una reducción significativa al comparar los períodos 1964-78 y 1979-89, no así el ahorro de las empresas o el ahorro público. El ahorro familiar, aunque no es el principal responsable de la caída del ahorro nacional, sí lo es de que se mantenga a niveles más reducidos desde 1979. La autora detecta la existencia de una apreciable relación de sustitución entre ahorro público y ahorro privado: un aumento de un punto de la tasa de ahorro público significará sólo 0.2 puntos de incremento del ahorro nacional, debido a los movimientos compensatorios en el ahorro privado, cuyo componente empresarial se reduce en 0.5 puntos, mientras que el ahorro de las familias lo hace en 0.3 puntos. Conviene, pues, diseñar de modo coherente las políticas de fomento del ahorro si se desea afectar al ahorro nacional y no exclusivamente a su distribución entre los distintos sectores:

Antonio Zabalza (Ministerio de Economía y Hacienda) y Javier Andrés (Universidad de Valencia), autores del trabajo "¿Afecta la fiscalidad al ahorro?", se proponen dar una explicación a la significativa influencia de los impuestos en el ahorro familiar detectada recientemente en trabajos como los realizados por el profesor Raymond (Universidad Autónoma de Barcelona y Fundación FIES-CECA), entre otros. La observación

sugiere que la correlación entre fiscalidad y ahorro privado es escasa, mientras que resulta ser significativamente negativa entre impuestos y ahorro familiar. Una conjetura que podría conciliar ambos hechos es que las familias reaccionan trasladando renta disponible al sector empresarial. Los autores apuntan que una aproximación adecuada al contraste de esta hipótesis requeriría el uso de una información desagregada hoy inexistente. La aportación empírica del trabajo es la contrastación, mediante modernas técnicas de cointegración, de la existencia (ausencia) de un efecto significativo de los impuestos sobre el ahorro familiar (privado). El estudio de los profesores Zabalza y Andrés concluye reafirmando la plausibilidad de la hipótesis de trasvase de rentas entre empresas y unidades familiares.

"La tasa de ahorro de las familias y la fiscalidad: Un enfoque estructural" es el título de la ponencia presentada al Simposio por César Molinas (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y David Taguas (Ministerio de Economía y Hacienda). Este estudio presenta evidencia empírica de que la fiscalidad ha tenido un papel significativo en la caída de la tasa de ahorro de las familias españolas. El incremento de la fiscalidad, sin embargo, no ha sido ni el único ni el principal causante de este fenómeno. El descenso del ahorro familiar se ha producido en el marco de un estancamiento de la renta familiar disponible, directamente relacionado con la crisis. Mientras tanto, la riqueza ha seguido creciendo, aunque a ritmo lento. El comportamiento dispar de renta y riqueza ha implicado desajustes en la senda de consumo deseado que han conducido a ahorrar menos. Si esta interpretación es correcta y en la década de los 90 no hay una crisis comparable a la de los 70, cabría esperar- concluyen los autores- un incremento de la tasa ahorro familiar aunque los impuestos no disminuyeran.

Cerrando el bloque de trabajos dedicados a glosar las

relaciones entre fiscalidad y ahorro, José Manuel González-Páramo (Universidad Complutense) presentó una ponencia sobre "Estructura del ahorro y reforma fiscal". El tratamiento fiscal de los rendimientos del ahorro en España es de una extraordinaria heterogeneidad, rasgo al que se une una apreciable presión tributaria, sin duda la más elevada de Europa. Esta situación trae consigo una doble implicación. Por una parte, las decisiones de colocación del ahorro en diferentes activos se ven distorsionadas, coste al que se suma el derivado de la complejidad de las normas tributarias. Asimismo, por otro lado, la fiscalidad comparada de las rentas del capital introduce fuertes incentivos para la "deslocalización" de patrimonios financieros una vez desaparezcan las trabas a la libre movilidad de capitales dentro de la CEE. Aunque conscientes de estos problemas, las autoridades fiscales españolas no parecen especialmente sensibles a los costes reales y potenciales de nuestra fiscalidad del ahorro, de manera que el proyecto de ley de reforma del IRPF tan sólo "rompe" con el estilo fiscal actual al eximir de tributación los intereses y las plusvalías mobiliarias pagados a residentes comunitarios. El autor sostiene, como conclusión, que en un contexto de integración económica como el presente, la diferenciación nítida en el estatuto fiscal de residentes y no residentes no es fácilmente sostenible sin incurrir en costes tanto o más altos que los que se derivarían de una convergencia fiscal unilateral.

El bloque de temas dedicados a la armonización de la fiscalidad sobre el capital en la CEE fue abierto por una fresca y provocativa ponencia de Stefan Sinn (Kiel Institute of World Economics), titulada "Armonización de la política fiscal en la CEE: Una visión heterodoxa". La ortodoxia dominante sostiene que las políticas fiscales de un conjunto de naciones vinculadas por estrechos lazos comerciales y por movimientos de capitales deberían estar coordinadas para evitar que los gobiernos,

supuestos defensores de los intereses de sus ciudadanos, adopten estrategias de expansión-restricción que reduzcan finalmente el bienestar de todos y cada uno de los países. Sinn no acepta la visión benevolente de los gobiernos. Estos son más bien agentes que deciden sobre la composición del gasto público y el nivel de presión fiscal que maximizan su propio bienestar bajo dos únicas limitaciones: su restricción presupuestaria intertemporal y la necesidad de obtener el apoyo electoral suficiente como para ganar la siguiente elección. En este contexto, Sinn demuestra que la coordinación sólo es deseable para los gobiernos, ya que con ello logran protegerse de las presiones competitivas por atraer capital mediante rebajas fiscales. La competencia fiscal beneficia a los consumidores, al concederles el beneficio de gobiernos más eficientes. Este argumento no excluye la coordinación en ámbitos como la producción de bienes públicos internacionales o la corrección de externalidades negativas (polución, etcétera).

A continuación, Ramón Caminal (CSIC y Universidad Autónoma de Barcelona) y Philippe Bacchetta (ESADE y CSIC) presentaron una ponencia titulada "¿Es deseable la coordinación internacional de la imposición sobre el capital?". A diferencia de Sinn, los autores utilizan un enfoque de imposición óptima en el que los gobiernos tratan de maximizar el bienestar de sus residentes y demuestran que cierta coordinación -reglas que limiten la discrecionalidad de los gobiernos nacionales- es deseable. En principio, la aplicación generalizada del principio de residencia es preferible a la ausencia de coordinación. Sin embargo, su adopción choca con serios obstáculos: incentivos de los gobiernos a gravar la inversión extranjera, existencia de impuestos directos sobre las empresas e información asimétrica entre países. Los autores argumentan en favor de un sistema de "clearing" con altas retenciones en la fuente para inversiones directas y un sistema de intercambio de información para las

inversiones en cartera. Esta propuesta pierde virtualidad si terceros países ofrecen ventajas fiscales importantes. Frente a ello, la CEE podría defenderse no aplicando el principio de residencia y/o imponiendo controles de capitales.

La sesión dedicada a temas variados fue abierta por Manuel Lagares (CECA y Universidad de Alcalá de Henares), con la presentación de un trabajo titulado "Fraude fiscal y aceptación social del sistema tributario". Partiendo de una síntesis de los resultados de la Comisión de Evaluación del Fraude en el IRPF y las predicciones de algunos modelos teóricos explicativos del fraude, el autor concluye que la aceptación social del sistema tributario implantado a partir de 1977 parece creciente en el tiempo. Ello no obsta para que se observen síntomas de resistencia fiscal, posiblemente ligados al castigo sistemático que la interacción de inflación y progresividad nominal ha infligido a los trabajadores dependientes con rentas medias y altas sometidas al control de las retenciones. Pese a las sanciones y a la capacidad de la Administración -concluye el autor- la parte más importante del cumplimiento tributario descansa siempre en la aceptación social de los impuestos. Por ello, reformar todos los aspectos de los tributos que puedan afectar negativamente a los niveles de aceptación social del sistema impositivo debería constituir una tarea prioritaria en los momentos actuales.

La última de las presentaciones de esta sesión fue realizada por Miguel Angel Lasheras (Instituto de Estudios Fiscales) con una sugerente ponencia titulada "Posibilidades de un impuesto tipo cash-flow de base real coordinado con el IVA". Lasheras considera los pros y los contras de la introducción de un impuesto sobre el cash-flow que sustituya el actual impuesto sobre sociedades. Esta sustitución podría reexaminarse tomando como argumento de oportunidad la internacionalización creciente

de las economías en Europa. La coordinación con el IVA significaría adaptar las normas de territorialidad, devengo y base del impuesto sobre cash-flow a las de aquél, lo que implica un impuesto con gravamen en la fuente y unos costes de administración y cumplimiento relativamente bajos. Los problemas de transición y el gravamen de las operaciones financieras son las dificultades más destacables de esta propuesta. Con todo, sus ventajas, popularizadas a raíz de las propuestas de Meade, Bradford y King, entre otros, probablemente justifiquen que se siga hablando de las bases gasto y cash-flow como las bases impositivas del siglo XXI.

La versión definitiva de las ponencias y el texto de los comentarios realizados por los "discusants" y los restantes asistentes a los coloquios serán publicados en el número 192 de Moneda y Crédito (2ª época) en 1991.

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

INDICE

	<u>Págs.</u>
Las declaraciones de Solchaga a "The Wall Street Journal"	1
El proyecto de estatutos del banco central europeo	8
Frankfort y Bonn, de acuerdo con la Europa de dos velocidades	12
¿Por qué no una unión monetaria de dos velocidades?	14
La moderación salarial o cómo sobrevivir al SME y evitar la recesión	19
El ECU fuerte: preguntas y respuestas	23
La positiva solidez de la peseta	28
Salarios: el ejemplo de Bélgica	32
Política alemana y tipos de interés	35
La inquietud francesa por la baja del dólar	37
GATT: Europa se inclina por la paz agraria	40
¿Recesión mundial?	44
El conflicto del Golfo y la economía	51
Recesiones: la experiencia norteamericana	54
¿Cuan larga será la recesión norteamericana?	60
La preocupante evolución del dólar	64
EE.UU. La reserva Federal debería actuar	67
La pérdida de protagonismo del oro	70
El calvario de los países del Este tras la economía de mercado	72

Las declaraciones de Solchaga a "The Wall Street Journal"

Se transcribe a continuación el texto de la entrevista que el ministro español de Economía y Hacienda concedió a Nicholas Bray y que el WSJ publicó el 19 de Noviembre. En él queda reflejado, sobre todo, el punto de vista español sobre la importante cuestión de la unión monetaria europea, lo que justifica que dicho texto quede recogido aquí.

Sentado confortablemente en su elegante despacho del sólido, granítico edificio ministerial del siglo XVIII, Carlos Solchaga, el ministro español de Economía y Hacienda, parece sentirse dueño de la situación.

A pesar de algunas señales poco claras del último congreso del Partido Socialista, el ministro asegura en la entrevista que no tiene intención por ahora de suavizar una política monetaria que ha llevado a unos tipos de interés de dos dígitos y a una contracción del gasto de los consumidores. Si bien el desempleo aumenta y crecen las suspensiones de pagos, Solchaga insiste en que la moderación salarial constituye la única manera de evitar una crisis que apunta ya en varios sectores, como el de la venta de automóviles.

"Para disfrutar de unas perspectivas mejores", dice el ministro, "necesitamos la cooperación de los negociadores salariales", añadiendo que mientras no haya "señales claras de que la inflación cede", el gobierno se mantendrá firme en su política actual. La inflación se sitúa alrededor del 7 por ciento.

Después de cuatro años de un crecimiento acelerado de aproximadamente el 5% anual, España da la impresión de haber perdido impulso, y a pesar de que se espera una expansión de más del 3% este año, parece como si se tratara de una recesión en un país que todavía necesita importantes inversiones en infraestructura y en el que la tasa de desempleo se sitúa aún en el 15'6 por ciento. Los beneficios de las empresas, que casi se duplicaron en 1987 y que aumentaron otro 46'4% en 1988,

subieron sólo el 11'8% el pasado año. Según el Banco de España, la desaceleración puede ser aún mayor en el año en curso.

Solchaga, que con más de cinco años en el cargo es uno de los ministros de Hacienda que más ha durado en él, presidió el inicio de la recuperación, que coincidió con la entrada de España en la Comunidad Europea, en 1986. Ahora, este fornido ex-economista bancario tiene por misión conducir a su país en otra fase de vacas flacas.

Con una energía muy propia lo hace diciéndoles tanto a los empresarios como a los sindicatos que se necesita un mayor rigor financiero. Paradójicamente, un país que hasta hace poco era el preferido por los inversores internacionales se enfrenta con dificultades que en cierta manera recuerdan las de Gran Bretaña. Los dos países, dice Solchaga, comparten un problema de inflación salarial que está provocando ya una aguda crisis en el Reino Unido y que amenaza con provocarla también en España.

Solchaga es un luchador. En España protagoniza una dura batalla para conseguir que sindicatos y empresas contengan los costes laborales (que en el presente suben en el 8 ó 10 por ciento anual), y para que se pongan de acuerdo sobre la manera de mejorar los inaceptables ratios de productividad.

En el exterior, Solchaga hace cuanto puede para evitar la "Europa de dos velocidades" que supondría que los países más fuertes de la CEE pusieran en marcha la unión económica y monetaria dejando atrás a los más débiles. Si las cosas fueran por este camino España se vería obligada a adoptar medidas estabilizadoras aún más drásticas, so pena de aceptar una pérdida de su influencia política. Este es el temor de Solchaga.

"Una Europa de dos velocidades nos forzaría a elegir entre dos males. O estamos en primera división -en cuyo caso tenemos que realizar grandes cambios en las relaciones empresa-sindicato o enfrentarnos con la amenaza de una recesión y con la excesiva tendencia a devaluar- o bajamos a segunda, en cuyo supuesto nuestro peso político en la creación de una nueva

Europa se reduciría enormemente, dejando que el peso del Deutschmark y de la política económica alemana se hiciera notar todavía más".

En un momento en que los líderes de la CEE se preparan para la Conferencia intergubernamental que se ha de celebrar en Roma los días 13-15 de Diciembre, España se esfuerza por representar un papel activo en la programación de la unión monetaria, que el país considera esencial para el desarrollo económico de Europa. Pero España subraya la necesidad de una gran prudencia, a causa de la complejidad de la cuestión. De nuevo aquí, por una de esas sorprendentes jugarretas de la historia, el gobierno español, tan declaradamente pro-Europa, se encuentra como compañero de fatigas de Gran Bretaña, que más bien se ha mostrado remisa en cuanto a la integración europea. Las prevenciones de ambos países en cuanto a la velocidad de creación de la unión monetaria, dice Solchaga, son un reflejo de la similitud de los problemas que ambos países tienen ante sí. "Precisamente porque los dos tenemos el mismo tipo de dificultades podemos compartir el interés por evitar a toda costa una Europa de dos velocidades".

Sea como fuere, España, según dice Solchaga, está preparando nuevas propuestas para la Conferencia de Roma. En especial, España se propone pedir que cualquier acción de cara a la unión monetaria vaya acompañada de un mayor gasto con cargo a los fondos regional y social de la CEE en áreas tales como la educación. Por otra parte, España intentará también reactivar la propuesta británica en favor del llamado ecu fuerte y defender la posibilidad de que este se convierta en el futuro en la moneda única europea. Además, presentará asimismo sugerencias sobre el funcionamiento del previsto banco central europeo.

Solchaga ha protagonizado diversas controversias. En España ha irritado repetidamente a los líderes sindicales con su tenaz defensa de una política de tinte liberal. Durante meses, fricciones con compañeros socialistas han dado lugar a rumores sobre su posible salida del gobierno.

Con todo, también ganó muchos puntos cuando el primer ministro González defendió explícitamente la política económica del ministerio. Todo hace pensar, por consiguiente, que ha de permanecer en su puesto aún en el caso de que se produzca algún cambio de ministros. (Solchaga eludió esta cuestión en el curso de la entrevista).

Durante la conversación mantenida con él el ministro se refirió a otros varios problemas:

- El tipo de cambio de la peseta y la competitividad española. Con su ingreso en el Sistema Monetario Europeo el pasado año España aceptó "que nuestras pérdidas de competitividad -si son consecuencia de un aumento de los costes laborales unitarios más rápido que el de nuestros competidores- no serán corregidas o compensadas mediante una devaluación, como ocurría antes".

Resulta, sin embargo, "que a la gente le resulta muy difícil aprender la lección. Una parte de su problema reside en el control de los costes, toda vez que la peseta no puede ser devaluada. Esta sólo puede moverse dentro de la banda del 6%, y creo que es deseable que esto ocurra. Me parecería razonable una menor apreciación de nuestra moneda. Pero esto no resolvería sus dificultades, las cuales residen en la base misma del problema de la productividad: en los costes salariales unitarios, en la introducción de nuevas tecnologías de producción, en los nuevos métodos de organización. Las empresas españolas se hallan a veces muy mal organizadas. También esto influye en la pérdida de productividad".

- Paralelismos entre las economías de España y de Gran Bretaña. "La mayor similitud se halla en la manera de determinar los costes. Las tradiciones de las organizaciones patronales y de los sindicatos de uno y otro país no se parecen en absoluto a lo que uno puede encontrar en los países extraordinariamente abiertos de la Europa central, o incluso a lo que gradualmente se va consiguiendo en Francia. Los dos

países tenemos un problema de inflación originado por las subidas salariales. La gente no está acostumbrada a negociar sobre la base de la competitividad como es el caso en Bélgica, en Holanda, en Alemania. El hecho de estar en el Sistema Monetario Europeo acentúa esta contradicción. Debemos reflexionar sobre todo esto, tanto los británicos como nosotros. Empresas y sindicatos han de cambiar de actitud".

- Las perspectivas del proyecto de unión económica y monetaria europea. "Creo percibir, por lo menos en algunos miembros del gobierno británico, la idea según la cual el ecu fuerte podría llegar a ser aceptado como la moneda única europea, si bien es obvio que de momento no lo reconocerán. La posición británica ha evolucionado de forma conciliadora, pero todavía subsisten diferencias sobre el objetivo final de la unión económica y monetaria europea.

A partir de 1993 la libertad de movimientos de capital en la CEE supondrá una competencia entre las monedas europeas, y esto no sólo para los inversores sofisticados sino también para el ciudadano ordinario. Cualquiera podrá abrir una cuenta en cualquier moneda en este o aquel banco. Si hay una moneda (como el propuesto ecu fuerte) que no pueda ser devaluada frente a ninguna otra, tal moneda puede resultar extraordinariamente atractiva para los ahorradores".

La propuesta del ecu fuerte permitiría la creación de la proyectada moneda única europea "de una manera evolutiva, y no de la noche a la mañana. Debemos aprovechar la segunda fase de la unión monetaria para crear un ecu fuerte o algo parecido, y reducir gradualmente las bandas de fluctuación" de las monedas del SME.

Hacia 1997, fecha prevista para analizar los progresos realizados durante la fase dos, "podríamos estar todos en una banda del 1 por ciento. Esto facilitaría cualquier decisión de establecer un tipo de cambio fijo, cosa esta que resultaría muy expuesta si se pretendiera implantar el cambio desde una banda del 6%".

De aquí a 1997 la economía mundial pasará probablemente por situaciones muy diversas. Ahora bien, a pesar de la posibilidad de una recesión en Estados Unidos, "al tipo de cambio presente del dólar el mercado norteamericano no nos asusta. Es más, dicha recesión puede coincidir con una cierta liberalización de recursos a través de negociaciones de la deuda del Tercer Mundo -y en especial de Iberoamérica- con lo que podría aumentar la demanda de tales países. Por otra parte, la reindustrialización de la Alemania oriental dará lugar a un efecto locomotora en Europa. Por consiguiente, no contemplo ningún cambio dramático de la situación susceptible de hacer variar el curso hacia la constitución de la unión económica y monetaria".

- La creación del banco central europeo. Puesto que no va a haber una moneda única enseguida, "debemos decidir de forma gradual qué es lo que el banco habrá de hacer. ¿Tendrá la facultad de intervenir en los mercados cambiarios substituyendo a los bancos centrales nacionales? ¿Podrá determinar el tipo de cambio del ecu frente a terceras monedas? ¿Coordinará los tipos de interés de los diferentes países miembros? ¿Emitirá deuda?

"Todo esto está por ver. Lo que no podemos permitirnos es crear la institución sin antes haber decidido qué es lo que debe hacer, cuales son sus competencias. Esto equivaldría a desprestigiarla".

"Por otra parte, comprendo a los que se resisten a creer que se tratará de un órgano independiente si cada uno de los gobernadores ha de depender de su gobierno respectivo. En otras palabras: antes de crear el Sistema europeo de bancos centrales, ¿no se debería asegurar la independencia de los bancos centrales nacionales?" (España ha propuesto ya que así debería ser).

- El congreso del Partido Socialista. En el congreso, dos resoluciones clave -fruto en gran parte de la insistencia de Solchaga sobre la necesidad de respetar a las fuerzas del

mercado- reconocieron el papel de la economía libre y cortaron los lazos insitucionales con el sindicato Unión General de Trabajadores. "Lo que ocurrió (con las resoluciones) fué la aceptación, prácticamente sin reservas, de la economía de mercado como un mecanismo eficaz para la creación y distribución de riqueza; no sólo como un instrumento necesario sino como algo esencial en una sociedad libre y democrática".

"En una sociedad libre debemos defender valores tales como la empresa privada. Tales resoluciones pueden tranquilizar a los inversores extranjeros por lo que se refiere a los objetivos de nuestro gobierno socialista. Lo que hemos constatado en el congreso es el proceso de maduración de un partido que, al igual que todos los de izquierda, ha debido soportar una carga ideológica importante, pero que ha hecho un esfuerzo para hacer concordar la imagen que transmite con la realidad de lo que hace. Esto, en mi opinión, es algo extraordinariamente positivo".

El proyecto de estatutos del banco central europeo

(Peter Norman, en "Financial Times")

El camino hacia la unión económica y monetaria europea está constituido por éxitos parciales. "Exito limitado" fué la expresión utilizada por Helmut Schmidt, el ex-canciller alemán, para describir la reunión de Diciembre de 1978 del Consejo Europeo que acordó la creación del Sistema Monetario Europeo sin la participación británica.

La misma frase podría ser aplicada al acuerdo de la semana pasada por el que los gobernadores de los 12 bancos centrales de la Comunidad aprobaron los estatutos del proyectado Sistema Europeo de Bancos Centrales que ha de dirigir la política monetaria y administrar la moneda única en el caso de que la UEM llegue a ser realidad.

Karl Otto Pöhl, el presidente del Bundesbank que presidió el comité de gobernadores que elaboró el proyecto, ha conseguido varios objetivos importantes:

Los principios que definen el banco han sido aceptados por unanimidad. La estabilidad de los precios ha de ser su principal objetivo. Sólo él será responsable de la política monetaria de la Comunidad. El banco y sus directivos serán independientes de los gobiernos y de las instancias comunitarias.

La legitimidad democrática del banco, por lo demás, vendría asegurada por un tratado negociado por gobiernos elegidos democráticamente y ratificado por los parlamentos nacionales. El Sistema, por otra parte, tendría una estructura federal, en la que los bancos centrales nacionales ejercerían funciones operativas y no directivas.

Pero Pöhl fracasó en otros aspectos. El había esperado poder presentar el proyecto en la Conferencia intergubernamen-

tal que los líderes de la CEE han de celebrar el próximo mes para tratar de la UEM. La idea era, en efecto, que el proyecto de estatutos, defendido unánimemente por los gobernadores, fuera adoptado rápidamente por la Conferencia e incorporado al nuevo tratado de la Comunidad sobre la UEM. De esta forma, el banco, cuando fuera creado, sería tan independiente y estaría tan comprometido con la estabilidad de los precios como es el caso hoy con el Bundesbank. En una palabra, su constitución sería inmune y quedaría al margen y por encima de los compromisos y de las maniobras a que sin duda se tendrá que acudir en el proceso hacia la moneda única.

Todo da a entender, sin embargo, que los políticos que participen en la Conferencia querrán analizar el contenido del proyecto de estatutos, con lo cual estos podrían convertirse en materia de complejas disputas. El texto final del proyecto no ha sido hecho público. Los gobernadores acordaron en Basilea la semana pasada que se sometería a los ministros de Economía y Hacienda comunitarios, antes de ser presentado a los líderes que participen en la Conferencia.

Después de la última reunión del comité de gobernadores, Pöhl manifestó que sólo quedaban por decidir algunos aspectos técnicos del proyecto. Según se cree saber, esto es verdad en un sentido estricto. Ahora bien, algunas cuestiones técnicas podrían convertirse en temas políticos importantes. Además, hay en el texto áreas grises que en determinadas circunstancias podrían hacer peligrar principios básicos esenciales como puede ser la primacía de la estabilidad de los precios.

Esta última consideración se puso de manifiesto cuando se discutió si el banco central europeo podría actuar como prestamista de última instancia para proteger al sistema financiero de Europa en tiempos de crisis. El Bundesbank ha sido siempre hostil a que los bancos centrales asuman el papel de prestamistas de última instancia. No supervisa el sistema bancario alemán. Su ley constitutiva limita grandemente su capacidad para acudir en auxilio de las entidades financieras en dificultades.

Esto refleja el recelo que existe en Alemania en relación con las prácticas bancarias, y lleva a creer que la existencia de redes de seguridad demasiado explícitas puede estimular las actuaciones imprudentes. También explica la preocupación de que el compromiso de proporcionar liquidez a una entidad financiera o al sistema pueda resultar inflacionista.

Otros bancos centrales tienen menos reservas. El Banco de Inglaterra, por ejemplo, se responsabiliza de la supervisión bancaria y considera que uno de sus deberes es la defensa de Londres como centro financiero. En este sentido, el banco ha intervenido repetidamente en apoyo del sistema financiero y de las unidades integrantes de este que puedan necesitarlo, como fué el caso del salvamento de Johnson Matthey Bankers en 1984.

En un momento dado del proceso de elaboración del proyecto el Bundesbank se encontró en una posición minoritaria sobre este punto, pero se alcanzó un compromiso según el cual los bancos centrales "participarían cuando fuera necesario" ("participate as necessary") en la formulación y en la puesta en práctica de acciones relativas a la supervisión y a la estabilidad del sistema financiero. Para el Bundesbank esta redacción significaba que la estabilidad de los precios seguía siendo el objetivo prioritario del banco central europeo, mientras que para los otros bancos centrales nacionales significaba que podrían actuar en defensa de los sistemas financieros en casos de necesidad. La resolución de los conflictos que puedan suscitarse entre ambas filosofías tendrá que esperar a que el banco europeo entre en funciones.

Otras dudas son las siguientes:

- Cómo debe distribuirse la responsabilidad entre el comité ejecutivo del banco (compuesto por seis personas) y el consejo del mismo (integrado por los seis miembros de dicho comité y por los 12 gobernadores nacionales).

- Cómo se ha de configurar la política del sistema respecto al dólar y al yen, y cómo se ha de constituir el fondo

con las reservas exteriores de todos los países miembros.

- Cual ha de ser el capital del banco y qué debe hacerse con sus beneficios eventuales. La posible incapacidad de los 12 gobernadores para ponerse de acuerdo sobre la dimensión del banco, sobre la distribución de las participaciones y sobre la forma de repartir los beneficios entre los Estados miembros podrían convertirse en temas de acaloradas discusiones políticas, dado que los bancos centrales suelen ser muy rentables.

A pesar de todos estos problemas, los gobernadores que negociaron el proyecto de estatutos esperan que su plan será el más elaborado y el más coherente de todos los documentos que se presenten en la Conferencia intergubernamental del próximo mes.

La verdad es, en efecto, que se ha progresado mucho menos en los aspectos no monetarios de la UEM y los gobiernos todavía tienen que hacer frente, v.g., al temible problema del "déficit democrático". Sea como fuere, si bien el proyecto de estatutos del banco central europeo dista mucho de ser perfecto, sus autores confían que sobrevivirá a la Conferencia intergubernamental y que de una u otra forma conseguirá un éxito similar al obtenido por el Sistema Monetario Europeo en los últimos once años.

Frankfort y Bonn, de acuerdo con
la Europa de dos velocidades
(David Marsh, en "Financial Times")

El gobierno alemán y el Bundesbank entienden que la aceleración de la marcha hacia la unión económica y monetaria europea -UEM- hace más y más probable que sólo un número limitado de países de la CEE estará en condiciones de adoptar una moneda única al término de esta década, como está previsto hacer.

A esta conclusión, en efecto, parecen haber llegado en Alemania los ministerios de Hacienda y de Asuntos Exteriores y el independiente banco central, este con sede en Frankfort, a juicio de los cuales sólo los países que forman el "núcleo central" de la CEE podrían participar en una primera etapa en la UEM. Así, esta, en su fase inicial, incluiría sólo a Alemania, los países del Benelux, Dinamarca y probablemente Francia.

Este punto de vista, que consagra la probabilidad de una "Europa de dos velocidades" en el campo monetario, es muy controvertido porque implica que los grandes países inflacionistas -Italia, España y Gran Bretaña- podrían no participar en la unión en los primeros tiempos de la creación de esta.

Esta conclusión políticamente explosiva no constituye aún la política explícita de Alemania y no ha sido aceptada por el canciller Helmut Kohl, quien se resiste a admitir públicamente que algunos países puedan ser excluidos de la UEM, la cual será el tema de la Conferencia de alto nivel que se ha de celebrar en Roma a partir del día 14 de Diciembre.

El punto de vista del ministerio de Asuntos Exteriores es sumamente significativo dado que Hans-Dietrich Gensher, su titular, ha sido un defensor de la rápida constitución de la unión económica y monetaria.

El gobierno británico cree, como los alemanes, que no será posible unir a todos los países de la CEE bajo una misma moneda en la próxima década. Sin embargo, Gran Bretaña, al igual que la mayoría de los otros países, quiere evitar a toda costa que los que forman el núcleo central de la CEE formen una unión monetaria propia, cosa que pondría en gran peligro la cohesión de la Comunidad.

Los dirigentes alemanes estiman que la unión de dos velocidades es cada día más probable como resultado del acuerdo a que llegaron los jefes de Estado y de gobierno en Roma, recientemente, de pasar a la fase dos 1 de Enero de 1994. Esto equivale a ir mucho más deprisa de lo que habían pensado el Bundesbank y el ministerio de Hacienda de Bonn, los cuales querían evitar que se fijara fecha alguna.

¿Por qué no una unión monetaria de dos velocidades?

El artículo que se transcribe a continuación, de Samuel Brittan, apareció en "Financial Times" de 6 de Diciembre.

Dos conferencias intergubernamentales del más alto nivel darán comienzo en Roma la semana próxima. Una de ellas está destinada a fortalecer la cooperación política entre los países de la CEE. La otra tendrá por tema el proceso hacia la unión económica y monetaria europea. Una y otra ilustrarán la capacidad de los seres humanos para lucir sus habilidades antes de la batalla final.

La conferencia monetaria debe redactar una enmienda del Tratado de Roma. Tiene que decidir el contenido de la fase dos, que todos los países, con excepción del Reino Unido, quieren que comience el 1 de Enero de 1994, sin que esté aún demasiado claro en qué debe consistir exactamente. La conferencia también ha de precisar qué condiciones se han de dar para el paso a la fase tres.

La conferencia monetaria, por otra parte, analizará el informe de los gobernadores sobre los estatutos de un posible banco central europeo que habrá de administrar la eventual moneda única. Dicho banco ha de ser independiente de los gobiernos y ha de dar prioridad a la estabilidad de los precios. El presidente del comité de gobernadores que ha elaborado dicho informe, Karl Otto Pöhl, quiere que los estatutos del banco se incorporen al Tratado.

En principio, 11 de los 12 países están a favor de la moneda única. El Reino Unido, en cambio, insiste en favor de su "ecu fuerte" para la fase dos. España acepta la moneda única pero desearía que la fase dos durara varios años y que se contemplara favorablemente la idea del "ecu fuerte".

El Bundesbank, por su parte, se muestra contrario a una prolongada fase dos. "La responsabilidad monetaria", dice Pöhl,

"es indivisible y no puede ser transferida por partes". El mismo presidente del banco central alemán, con todo, insiste en un mayor grado de convergencia de la que ahora existe, así como en las garantías que se han de exigir frente a los países con déficits presupuestarios, todo ello antes de que pueda pensarse en el establecimiento de una moneda única. Francia e Italia se muestran plenamente a favor de una rápida unión monetaria. El gobierno británico querría desesperadamente que Holanda y Dinamarca expresaran sus reservas. Etc.

Después de largas discusiones es probable que se llegue a un compromiso según el cual los países elegirán el momento que más les convenga para participar en una moneda única. Por otra parte, y también de conformidad con el acuerdo a que se llegue, un parlamento británico futuro tomará la decisión final de participar o no en todo ello. Como contrapartida, el Reino Unido no vetará la enmienda del Tratado, mientras que el "ecu fuerte" representará un papel periférico.

Parece claro, por consiguiente, que el compromiso ha de incluir la posibilidad de que los diferentes países adopten la moneda única en momentos distintos, lo cual excitará la ansiedad del ministerio de Asuntos Exteriores británico y de los establecimientos de la City londinense ante la perspectiva de una Europa de dos velocidades. Tal situación equivaldría, en efecto, a negarle a Gran Bretaña un puesto en la mesa principal.

Pero ya es hora de abandonar estos prejuicios. En realidad hay ya no dos, sino por lo menos cinco velocidades en el desarrollo comunitario presente. Portugal y Grecia están fuera del SME. Gran Bretaña y España están dentro de él, pero con una banda amplia del 6 por cien. Francia, Italia, Dinamarca e Irlanda están conectadas con Alemania con el margen standard del 2'25 por ciento. Los países del Benelux han estrechado su margen frente a Alemania en el 1 por ciento. En una quinta categoría encontramos países que, como Austria -y recientemente Noruega-, han ligado sus monedas al DM sin ser siquiera miembros de la Comunidad. Lo mismo ocurre con Suiza, aunque de

manera más informal.

Alemania, Francia y los países del Benelux -integrantes del grupo de Schengen- estarán probablemente en condiciones de eliminar las fluctuaciones monetarias dentro de poco, relativamente, y de adoptar una moneda única. Para dichos países sólo hay un último obstáculo por superar. La reunificación de Alemania, que exigirá una reducción drástica de los excedentes comerciales de la antigua República Federal con el fin de liberar recursos para el Este, constituye la clase de choque susceptible de llevar las cosas a la situación deseada. Podría muy bien ser, en efecto, que esto ocurriera sin necesidad de cambios monetarios a través de cierta inflación temporal en Alemania (dentro de la tolerancia del 3 al 5 por ciento anual prevista por el Bundesbank) y de una inflación próxima a cero en los países vecinos.

Pero incluso en el caso de que resulte necesario un reajuste nominal, deberá quedar muy claro que este será el último antes de la adopción de una moneda única. En tal supuesto resultaría perfectamente posible que el grupo de Schengen, pasando por alto el período transitorio, alcanzara la unión monetaria plena hacia 1994 ó 1995.

Nada de esto sería ofensivo para los otros países comunitarios en la medida en que siempre tendrían la puerta abierta para incorporarse al grupo a medida que estuvieran en condiciones de hacerlo. Es más: actuando como un proyecto piloto dicho grupo puede salvar la idea misma de la unión monetaria.

Los deseos de algunos países mediterráneos y del gobierno británico en favor de períodos transicionales más largos tienen unas raíces diferentes. Los países mediterráneos no están aún preparados para converger hacia la tasa de inflación de Alemania. El Bundesbank, por otra parte, se opone a una temprana participación de Italia a causa del enorme déficit presupuestario de este país.

En el caso de Gran Bretaña, la inflación de los precios al por mayor ("producer price inflation") se sitúa ahora en un 3'5

ó 4 por ciento anual por encima de la de Alemania. Esta diferencia podría ser reducida con sorprendente rapidez. La tasa alemana se halla -por lo menos temporalmente- bajo una presión al alza a causa de la reunificación. La tasa subyacente del Reino Unido se hallará bajo una presión a la baja como consecuencia de la recesión, de las obligaciones derivadas de la condición de miembro del SME y de los efectos sobre los salarios de la rápida caída del índice de los precios al consumo.

El problema, para Gran Bretaña, es político. La necesidad de una fórmula de compromiso es el resultado de la resistencia del parlamento a aceptar la moneda única ahora. Pero después de las próximas elecciones los políticos de ambos partidos deberán estar muy atentos a la evolución del grupo de Schengen, considerando seriamente la posibilidad de unirse al mismo, primero estableciendo un tipo de cambio permanentemente fijo durante la próxima legislatura y después adoptando la moneda única, en la legislatura posterior.

El convencimiento de que este calendario es razonable facilitaría el proceso de convergencia, pues reforzaría la credibilidad del Reino Unido en su condición de miembro del SME, al tiempo que haría evidente que cualquier reajuste futuro de la libra debería ser contemplado como algo absolutamente excepcional y de imposible repetición.

El lector sabrá que si se me preguntara "¿cree Vd. en la moneda única, si o no?" mi respuesta sería "sí, sobre todo creo en el DM". Pero, ¡ay!, es poco probable que la opción del DM esté siempre a mano, por lo que la mejor posición del gobierno británico sería defender un banco central europeo que se pareciera lo más posible al Bundesbank.

¿Qué transcendencia tiene la experiencia alemana posterior a la unificación monetaria de Julio último? Los problemas de la Alemania del Este no se derivan de la adopción del DM o del tipo de conversión (que al final fué de 1'8). Son consecuencia de la insistencia de los sindicatos y de los políticos alemanes en acercar los salarios reales y los niveles de seguridad

social de las dos Alemanias a pesar de la existencia de unas tasas de productividad muy distintas. Las mismas presiones hubieran aparecido sin la unificación monetaria.

Una moneda única no exige una gran movilidad de la mano de obra o pérdidas de población de las regiones más débiles. El principal requisito es una adecuada flexibilidad de los precios frente a presiones de oferta y demanda diferentes ("in the face of differential supply and demand pressures").

¿Dónde queda el "ecu fuerte" en este contexto? Políticamente, la propuesta de este ha tenido la virtud de unir a los parlamentarios conservadores, todos los cuales han podido hablar del "ecu fuerte" ante las cámaras de televisión. Además, proporciona a la delegación británica que va a asistir a la próxima conferencia monetaria una iniciativa cuya aceptación requeriría una enmienda del Tratado. Incluso puede tener un papel que representar conectando los países comunitarios periféricos a los que utilicen la moneda única. Pero difícilmente se pueda pensar que el "ecu fuerte" se convierta en el elemento central del debate.

La moderación salarial o cómo sobrevivir al SME
y evitar la recesión

(Richard Layard, en "Financial Times")(1)

Nos dirigimos hacia una larga recesión. ¿Y por qué? Simplemente, porque no somos capaces de encontrar una mejor manera de reducir la inflación del 8 al 3 por ciento.

Dada la entrada de Gran Bretaña en el SME, la desescalada es inevitable. Pero debe existir un modo mejor de conseguirlo que a través de un desempleo masivo y de una contracción de los beneficios.

Para encontrar el procedimiento debemos entender la situación presente. Todo el mundo reconoce que sería mucho mejor tener un crecimiento del 5 por ciento de los salarios (y un 3 por ciento de inflación) que un aumento del 10 por cien de aquellos (y un 8 por ciento de inflación). ¿Por qué, pues, no nos dirigimos enseguida hacia dicho 5 por ciento?

Si todos nos pusiéramos de acuerdo sobre esto todos saldríamos ganando. Ahora bien, bajo el presente estado de cosas, no existe el mecanismo que pueda conducir a tal acuerdo. En su ausencia, el gobierno exhorta a las empresas para que lo consigan por su cuenta.

Pero no hay posibilidad alguna de que esto se consiga, salvo en el caso de que se produzca una recesión. ¿Por qué, en efecto, una negociación iba a acordar un 5 por cien de aumento si no existe garantía de que otros iban a hacer lo mismo? Sería una locura. Los trabajadores lo rechazarían porque no podrían confiar en que la inflación iba a reducirse. Y las empresas tampoco lo querrían porque, si las otras continuaban accediendo al 10 por cien de incremento, perderían trabajadores y se en-

(1) Richard Layard es director del Centre for Economic Performance en la London School of Economics. Sus opiniones aparecen con mayor detalle en "Britain and EMU", por Karl Otto Pöhl y otros, que puede obtenerse en dicho Centro.

contrarían con una mano de obra hostil.

Existen dos alternativas: o continuamos con el presente procedimiento y la desescalada se produce penosa y lentamente a través de una larga recesión, o coordinamos la desescalada.

Mi sugestión es que el gobierno invite a la Confederación de Industrias Británicas (CIB) a desarrollar un plan inmediato para la reducción de las remuneraciones salariales al nivel alemán. Para conseguir un plan efectivo las empresas sin duda desearían que las centrales sindicales ("Trades Union Congress") se incorporaran al mismo. Ahora bien, en último término, la responsabilidad de los salarios recae en aquellos que los pagan.

Habrá muchas objeciones a esta propuesta. Primero, que la Confederación no dispone de credibilidad para llevar a cabo esta tarea. Pero no estoy de acuerdo. Las organizaciones, al igual que los individuos, pueden adquirir credibilidad con gran rapidez cuando se les encomienda una misión.

La propuesta exigirá, naturalmente, que la CIB recomiende un nivel máximo de remuneración que no deba ser superado excepto en el caso de que concurran razones especiales. Esto provoca la segunda objeción: que todo el mundo es un caso especial. Pero esto no es verdad.

Contrariamente a lo que suele pensarse, la gran mayoría de los acuerdos salariales actuales cae dentro de un margen de dos puntos porcentuales. Los principales factores que influyen en los acuerdos individuales son el nivel de otros acuerdos y la tasa de inflación. Esto es precisamente lo que hace posible una desescalada coordinada.

No podemos admitir la retórica de que "todo el mundo es distinto". Los alemanes entienden muy bien la lógica de la acción colectiva en materia salarial. Saben que habrá una cifra de referencia (como en Gran Bretaña), y por consiguiente tratan de que tal cifra coincida con el interés nacional. Si debemos competir con ellos debemos adoptar su sistema más centralizado.

No seremos nunca competitivos si seguimos creyendo que el elevado aumento de los salarios está justificado en las

empresas de alto crecimiento de la productividad, con tal de que los costes unitarios no suban. Esto es una falacia. Donde exista un gran aumento de la productividad los costes salariales (y por consiguiente los precios) deben bajar, como así ocurre en los países con los que competimos.

Una tercera objeción es que una rápida desescalada reduciría los salarios reales, lo que irritaría a los sindicatos. La inflación de precios, se dice, bajará después que lo haga la inflación salarial. Esto es verdad en cualquier desescalada. Pero el punto clave es que la diferencia entre una y otra puede ser reducida si se coordina la desescalada. Con una desescalada descoordinada y una recesión prolongada la caída de los salarios reales sería peor.

Está claro que Gran Bretaña ya no es competitiva. Nuestros costes unitarios relativos en la industria son ahora el 47 por ciento más elevados de lo que era la media en los años 70, lo que explica nuestro déficit exterior. En un momento dado deberemos llegar a ser más competitivos mediante una inflación menor que la del resto de Europa, con las correspondientes consecuencias para los salarios reales. Pero también esto resultará más fácil si nos coordinamos.

Si lo hacemos tendremos menos recesión y una mayor base fiscal, con lo que podremos financiar nuestro gasto público con unos tipos impositivos menores. Esto a su vez compensará los efectos de la desescalada en los salarios reales, evitando clamores y lamentaciones. Una desescalada coordinada, pues, es positiva en todos los sentidos.

Pero aparece aún una cuarta objeción a mi propuesta: que se trata de un remedio a corto plazo para un problema a largo. En absoluto. Esa es la base de una solución a largo plazo. Necesitamos una transformación radical de nuestro sistema de negociación salarial, que ahora estimula la descoordinación en materia de remuneraciones ("wage leap-frogging"). Deberíamos avanzar hacia un sistema más coordinado, como el que rige en el continente. Pero los cambios de esta naturaleza no se producen gradualmente. Tienen lugar a saltos cuando la gente está lo

suficientemente preocupada. Este es el momento de preocuparse... y de saltar.

Algunos objetarán que esto significa volver a sistemas trasnochados y malos. Esto no es verdad. No hablamos de una política de rentas impuesta por el gobierno. Hablamos de autorregulación por los empresarios, después de consultados los sindicatos. Cuando las firmas de la City ven que existe un interés común, se regulan ellas mismas. La industria británica debería hacer lo mismo.

La entrada en el SME obliga a ir por este camino. Y también lo facilita, pues es más fácil asegurar una posición común ante los salarios cuando te interrogas sobre el nivel de los precios extranjeros. En 1976, la depreciación de la libra alteraba cualquier consenso que pudiera alcanzarse en materia salarial. Ahora, por el contrario, tenemos el punto de referencia firme de un tipo de cambio fijo.

Utilicémoslo como punto de apoyo de un nuevo consenso, exactamente igual como lo hacen nuestros competidores europeos. Y no nos inclinemos por el sistema más viejo y desprestigiado de todos: la persistente recesión.

El ecu fuerte: preguntas y respuestas

(Paul Richards, en "Financial Times")(1)

Se han formulado numerosas preguntas aquí y allá -y en especial por parte del profesor Tim Congdon en este mismo periódico, en su número del 14 de Noviembre- respecto a la manera cómo las propuestas del Reino Unido sobre un ecu fuerte administrado por un Fondo Monetario Europeo se acomodarían al proceso de tres fases hacia la unión económica y monetaria. Este artículo da respuesta a tales preguntas:

- ¿De qué forma el ecu fuerte sería una moneda paralela?

El ecu fuerte sería una moneda paralela sólo en el sentido de que existiría junto a las monedas nacionales en la fase dos. No sería una moneda paralela en el sentido en que la expresión era utilizada en el Informe Delors. Es decir:

* No sería inflacionista. Por el contrario, el ecu fuerte no podría hacer más que restar presiones inflacionistas. En ningún caso aumentarlas.

* No complicaría el proceso de transición hacia la unión monetaria. Por el contrario, al promover la convergencia hacia una menor inflación, contribuiría a la creación de las condiciones que harían posible el establecimiento de la unión monetaria en el caso de que existiera la voluntad política de conseguirlo.

Las propuestas del Reino Unido, además, permitirían que la Comunidad adquiriera experiencia práctica sobre la gestión de una moneda común bajo unas directrices contrainflacionistas estrictas, y esto antes de que se adoptaran decisiones irreversibles sobre la substitución de las monedas nacionales

(1) Paul Richards es director de la firma financiera Samuel Montagu.

por una moneda única. No habría ventaja alguna en introducir la moneda única para ahorrar los costes de las transacciones si el nuevo sistema no era por lo menos tan antiinflacionista como el que fuera a substituir.

- ¿Cual sería el valor legal del ecu para redimir deudas?

Según la propuesta británica, el ecu fuerte tendría jurídicamente el valor de cualquier otra moneda si la Comunidad así lo decidiera. Ahora bien, la significación de esta condición no debería ser exagerada, por cuanto:

* El factor esencial para la utilización de una moneda como dinero no es la situación legal de la misma sino el hecho de que sea aceptada por las dos partes para la liquidación de una transacción. La condición legal sólo importa en las transacciones liquidadas con billetes o con monedas, y únicamente cuando el medio de pago no ha sido convenido con anterioridad. Muchas transacciones, especialmente las de gran importe, especifican contractualmente la moneda en que se realizará el pago.

* La facultad de una autoridad monetaria para establecer tipos de interés no depende de si su pasivo ("liabilities") incluye billetes de banco de validez legal sino de si es contemplada como la fuente principal de liquidez para la moneda en cuestión y de si sus obligaciones se hallan totalmente libres del riesgo de no poder hacer frente a sus compromisos.

- ¿Estaría en duda la solvencia del Fondo Monetario Europeo?

No. Las obligaciones del FME estarían respaldadas por garantías estatutarias de los bancos centrales de los que dependiera. Sea como fuere, el FME no podría tener pérdidas:

* Primero, porque cada banco central nacional podría ser requerido para que garantizara el valor de cambio de los

depósitos que el FME tuviera en su moneda nacional frente a cualquier devaluación o reajuste.

* Segundo, porque, aunque no fuera así, la experiencia del SME muestra que los rendimientos globales (considerando capital y renta juntos) de las monedas débiles han sido tradicionalmente mayores que los de las monedas fuertes.

- ¿Estaría el FME en condiciones de controlar el volumen de su balance ("balance sheet") y de influir en la situación monetaria derivada de la utilización de ecus fuertes?

Sí. El FME podría controlar el volumen de sus cuentas de la siguiente forma:

* Estableciendo tipos de interés sobre sus propias obligaciones ("liabilities") en ecus fuertes y, en su caso, influyendo en los tipos de interés del ecu fuerte a través de operaciones de "open market"; y

* Ofreciendo los depósitos excesivos de cualquier moneda nacional a los bancos centrales correspondientes para su pago en ecus fuertes o en otras monedas sólidas. Habría límites preestablecidos de los importes o proporciones de cada moneda nacional de los que el FME podría tener en su poder.

* Influyendo en los tipos de interés del ecu fuerte el FME influiría en las condiciones monetarias de los mercados financieros de dicha moneda, teniendo en cuenta el crecimiento de la oferta monetaria en la Comunidad, entre otros factores.

- ¿Crearían las propuestas del Reino Unido una área gris en la política monetaria de la Comunidad, en la fase dos?

No. Las decisiones sobre política monetaria nacional continuarían siendo adoptadas a nivel nacional. La responsabilidad sobre el ecu fuerte sería competencia exclusiva del FME, el cual lo administraría sin interferencias a la luz de claros objetivos antiinflacionistas. En el primer caso, los

bancos centrales nacionales cooperarían, y en el segundo actuarían colectivamente a través del FME.

- ¿En qué medida sería utilizado el ecu fuerte en la fase dcs?

* Primero, se puede pensar que la utilización del ecu fuerte aumentaría paulatinamente, de acuerdo con la respuesta del mercado. El atractivo del ecu fuerte para los inversores se derivaría del compromiso de no devaluarlo como consecuencia de eventuales reajustes frente a las monedas nacionales. Su atractivo para los demandantes de crédito residiría en el reducido tipo de interés, el cual debería ser por lo menos tan bajo como el de la moneda nacional más fuerte, y aún probablemente inferior una vez que se hubieran asegurado la liquidez del ecu y la credibilidad del FME en el mercado.

* Segundo, el ecu fuerte sería probablemente utilizado, en principio, en transacciones del mundo de los negocios y de sus bancos más que por los individuos en sus pequeñas operaciones. Los individuos se suelen resistir a abandonar sus monedas nacionales, en tanto que las empresas y los bancos negocian constantemente a través de las fronteras en monedas diferentes.

* Tercero, la utilización del ecu fuerte probablemente aumentaría más rápidamente, substituyendo a las monedas nacionales, si los participantes en el mercado pensaran que un día podía convertirse en la moneda única de la Comunidad. Pero esto no significaría que tuvieran que tomarse ya ahora decisiones irreversibles sobre la moneda única.

* Cuarto. La propuesta del Reino Unido no debe ser juzgada únicamente por la circulación que eventualmente alcance el ecu fuerte. El objetivo de la misma sería acentuar la convergencia hacia la más baja tasa de inflación dentro de la Comunidad, y esto a través de la disciplina monetaria que impondría en los bancos centrales nacionales. El ecu fuerte actuaría como un patrón europeo ("European standard").

* Finalmente, la decisión de los países miembros de pasar de la fase dos a la tres no dependería de la previa y completa implantación del ecu en substitución de las monedas nacionales. Ahora bien, la acción de las fuerzas del mercado en favor del ecu fuerte constituiría uno de los factores que los países miembros deberían tener en cuenta para decidir cuándo era el momento oportuno para pasar de una fase a otra.

La positiva solidez de la peseta

El artículo que sigue es de George Melloan, y apareció en la columna Global View, de "The Wall Street Journal" de fecha 13.11.90.

En Lhardy, un buen restaurante, aunque discreto, un almuerzo para dos personas puede costarte unos 100 dólares. Esto no es porque se trate de una comida gastronómica sino por el elevado tipo de cambio de la peseta, una de las más fuertes y caras monedas de Europa.

Según la ideología mercantilista predominante hoy en el departamento del Tesoro de Estados Unidos, la revaluada peseta debería resultar destructiva para España. Todo el mundo sabe, según afirman los economistas que asesoran al Secretario Nicholas Brady, que una moneda débil -no una moneda fuerte- es la clave de la prosperidad nacional. Una devaluación abarata los productos y los servicios de un país, por lo que estos pueden ser exportados con mayor facilidad. Así, el país vende más, lo cual es bueno. ¿Puede alguien oponerse a este punto de vista, tan lógico?, dicen.

Pues bien, sí, la experiencia española ofrece un rotundo desmentido a tal tesis. A lo largo de los últimos tres años España ha sido el país que más ha crecido en Europa y uno de los más expansivos del mundo, con un incremento del PNB real medio anual de algo más del 5%. Después de haber sido un exportador de mano de obra durante muchos años, España se ve ahora obligada a importar trabajadores, como Alemania. Nuevas carreteras, edificaciones, oficinas y fábricas han surgido aquí y allá, creando puestos de trabajo no sólo para españoles sino también para polacos, checos, marroquíes y otros trabajadores extranjeros. Sony está construyendo una planta en Cataluña. Cuatro bancos japoneses se han establecido en España sólo en las últimas semanas.

La moneda fuerte y el rápido crecimiento españoles han dado lugar a un gran apetito por los productos de importación,

tal como lo quieren los mercantilistas. Pero una buena parte de estas importaciones están constituidas por maquinaria de la construcción y otros bienes de equipo. España, en efecto, está repitiendo la experiencia norteamericana a lo largo de su primer centenerio de desarrollo, con un gran déficit comercial producido principalmente por la importación de bienes capital.

Pero la peseta fuerte no ha impedido que las exportaciones también aumentaran. "Nuestra exportación continúa subiendo", dice José María Amusátegui, vicepresidente y futuro presidente del Banco Hispano Americano. "Esto muestra que el tipo de cambio de la moneda no es un elemento decisivo".

Y la verdad es que no lo es. El impresionante crecimiento de la economía y de la exportación de Japón y de Alemania también se han conseguido con unas monedas fuertes, no débiles. Según el pensamiento dominante ahora en nuestro departamento del Tesoro, un país poco desarrollado como España hubiera debido promoverse con una moneda débil, pero ha hecho justo lo contrario, y con gran éxito.

Tal política fué deliberada. El primer ministro español, el socialista Felipe González, después de conseguir que España entrara en el Mercado Común decidió el año pasado que su país se incorporara también al Sistema Monetario Europeo. Esto suponía conectar la peseta al sólido marco alemán.

El banquero Amusátegui, comentando esta cuestión en la sede central de su banco en Madrid, afirma que la atrevida operación, llevada a efecto a finales de Junio del año pasado, a él le había parecido "extraña" ("amazing"). Pero estima que ha quedado justificada, como lo evidencia el hecho de que Gran Bretaña decidiera hace poco seguir el mismo camino.

La pertenencia al SME significa que "el gobierno tiene menos libertad para administrar la moneda pero, por otra parte, la gente confía más en la moneda justamente por esto", dice Amusátegui. "La decisión de la Sra. Thatcher ha venido a refrendar la decisión de González".

Una reducción de la inflación no es un resultado automático del acceso al SME. España había ya conseguido disminuirla por debajo del 5% antes de entrar en el Sistema.

(Había llegado al 50% en el marco de la inflación mundial generada por el dólar en los años 70). El ministro de Hacienda se esfuerza en el presente por combatir unas nuevas presiones al alza, con unos precios que se elevan algo por encima del 6'5%. Pero los pasados cinco años muestran que la lucha contra la inflación y la disciplina monetaria no son antagónicas con el crecimiento económico.

La razón de todo ello es algo que comprenden los economistas de la oferta y que no logran entender los economistas de la demanda. Una divisa fuerte estimula la formación de capital. Si la gente se muestra confiada en que su moneda conservará el valor, estará dispuesta a ahorrar y a invertir. Los extranjeros querrán invertir también. Tanto es así que incluso se hallan dispuestos a hacerlo a largo plazo, en bonos e hipotecas. Esto facilita la construcción de viviendas, de plantas industriales, de centrales eléctricas, de carreteras, de ferrocarriles, de estaciones depuradoras y de otras obras e instalaciones básicas. En España, la formación de capital ha crecido en cifras de dos dígitos durante cuatro años.

Una moneda fuerte también facilita la compra de la mejor maquinaria y del mejor equipo que pueda haber en el mundo, y esto a su vez eleva la productividad. Los elevados incrementos de ésta, en efecto, son otra particularidad del "boom" español. La mayor eficacia de los equipos productivos y la relativa inexistencia de conflictividad laboral y de otras secuelas de la espiral inflacionista compensan cualquier desventaja competitiva derivada de una moneda fuerte.

Como banquero, Amusátegui es perfectamente consciente del valor de la confianza del inversor. La entrada de recursos extranjeros en España, a lo largo de los últimos cinco años, ha sido fenomenal. "Se han invertido en el país alrededor de 60 m.m. de dólares. Esto explica el elevado nivel de nuestras reservas exteriores".

Naturalmente, la estabilidad política es asimismo importante, y España parece haberla conseguido en alto grado también. "La restauración de la monarquía ha sido un éxito",

dice Amusátegui. "En 1982 se produjo el cambio del centro a la izquierda. La llegada de los socialistas fué muy delicada, pero después de ocho años de gobierno socialista las cosas están muy calmadas. La gente puede estar tranquila tanto en lo político como en lo económico".

Incluso bajo los socialistas España sigue siendo en gran parte un país capitalista. Los bancos son casi todos privados. Los impuestos supusieron sólo el 32'8% del PNB en 1988, según datos de la OCDE, frente al 37% en Italia y Alemania, al 44% de Francia y al 55'3% de Suecia.

España tuvo la suerte de llegar tarde al gobierno socialista, es decir, en un momento en que muchos socialistas habían aprendido ya que la nacionalización de la industria y de la banca era no sólo mala política sino también mala economía. El control del Estado puede propiciar empleos para los partidarios del gobierno, pero da muchos quebraderos de cabeza cuando las firmas nacionalizadas no obtienen beneficios. O sea que González ha sido "un socialista de la oferta" ("supply-side socialist"), dejando que la economía privada funcionara de forma que rindiera lo suficiente para proporcionar recursos para los programas sociales y las obras públicas. Suecia funcionó de esta forma con notable provecho durante muchos años, hasta que la carga del sector público se hizo demasiado pesada, incluso contando con un sector privado muy eficaz.

Todo esto no quiere decir que el milagro económico español se haya producido sin problemas. El crecimiento español, al igual que el de los otros países europeos y de Norteamérica, se ha ralentizado este año. La prosperidad, al igual que la pobreza, a veces produce sus propios descontentos políticos, simplemente porque los cambios rápidos son desestabilizadores. Además, no hay garantías de que la sensatez política prosiga. Pero España ha demostrado que una moneda fuerte y la expansión económica van juntas. Que Washington tome nota.

Salarios: el ejemplo de Bélgica
(Peter Norman, en "Financial Times")

Lo que ocurre en Bélgica raramente ocupa la atención en Gran Bretaña , pero esto puede ser una lástima.

Resulta, en efecto, que después de una semana de muy malas noticias procedentes del frente salarial británico, el gobierno y los empresarios del Reino Unido deberían dirigir su mirada hacia Bélgica, donde patronos y sindicatos acaban de llegar a un acuerdo de ámbito nacional sobre salarios y condiciones de trabajo para 1991 y 1992, acuerdo que supondrán un aumento salarial de sólo el 0'3% por encima de la tasa actual de inflación para cada uno de los dos citados años.

El acuerdo no es obligatorio, y su elemento central -un incremento de 500 fr.b. al mes en 1990 y 400 fr.b. en 1992 del salario mínimo mensual de 36.856 fr.b.- se aplica sólo a una pequeña fracción de la mano de obra.

Pero se espera que el pacto establezca los criterios que han de regir en las negociaciones de los convenios en el marco de cada empresa. Por ello, y a pesar del impacto de unos mayores precios del crudo sobre la inflación, los salarios nominales de Bélgica subirán probablemente menos de la mitad de lo que están creciendo en Gran Bretaña.

Para los trabajadores que perciben el salario mínimo, los incrementos y otros beneficios acordados significarán unas elevaciones salariales reales, corregida la inflación, de un total del 2'7%, extendido a lo largo de los dos próximos años. Lo importante del pacto para la gran masa de la mano de obra belga es que esto supondrá un tope para los aumentos de los salarios reales.

Las remuneraciones, en Bélgica, están indiciadas según la tasa de inflación, que en la actualidad es del 4'3 por ciento anual, habiéndose elevado como consecuencia de la crisis del Golfo. Mucho antes de que se produjera esta, las autoridades

belgas pensaban limitar el aumento de los salarios nominales al 5% anual. El nuevo acuerdo significa que probablemente se alcanzará este objetivo, con unos incrementos de los salarios reales limitados a alrededor del 0'5% cada año.

El pacto alcanzado en Bélgica es significativo para Gran Bretaña, una vez que este país se ha incorporado al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo.

Bélgica y Gran Bretaña, en efecto, tienen mucho en común. Sus estructuras industriales son similares. Bélgica fué, después de Inglaterra, el segundo país europeo que emprendió la revolución industrial del siglo XIX. Sin embargo, el cuadro salarial no puede ser más diferente.

Las cifras publicadas la semana pasada por el departamento de Empleo mostraron que los ingresos medios en Gran Bretaña se elevaron en un 10'25 por ciento anual, ajustados estacionalmente, en Septiembre. Los sueldos y los salarios por unidad de producción en la industria subieron en un 10'6 por ciento anual dicho mes, dando lugar a una disminución de la productividad.

La tasa de inflación anual de Octubre -la misma del mes anterior- del 10'6%, probablemente representa el máximo del actual ciclo inflacionario. Pero aún así, dió lugar a un aumento salarial del 13'4 por ciento en Ford, en el marco del acuerdo para dos años alcanzado en 1989. Esto supone una elevación de más del doble de lo que pueden esperar los trabajadores de Ford en la planta que esta empresa tiene en Genk, Bélgica.

Tales malas noticias sobre salarios y productividad fueron publicadas junto con las relativas al desempleo en Octubre. Este aumentó en 32.200 trabajadores, cifra corregida estacionalmente. Gran Bretaña está entrando en una recesión. Bélgica sigue confiando en un crecimiento de alrededor del 3'7% para este año.

El Banco de Inglaterra espera que la apreciable subida del paro ejercerá cierta presión sobre los salarios, reduciéndolos en alguna medida. Ahora bien, la experiencia sugiere que han de

pasar seis meses, aproximadamente, para que una reducción de la inflación se traduzca en una disminución de los salarios pactados.

Incluso en el caso de que resulten correctas las estimaciones del gobierno -según las cuales la inflación se habrá reducido al 5'5 a finales de 1991- todo hace pensar que los incrementos salariales en el Reino Unido dentro de un año se situarán todavía muy por encima de los de sus competidores continentales.

En estas circunstancias, los resultados, para la industria británica, de la adhesión del país a la condición de miembro del SME podrían ser muy negativos.

Los sindicatos y los empresarios belgas explicaron que su acuerdo salarial se alcanzó en aras del mantenimiento de la seguridad de los empleos y de la competitividad internacional de Bélgica.

Gran Bretaña ha sometido la libra a la banda del 6 por ciento del SME, después de 18 años de flotación. Bélgica, mientras tanto, decidió ligar su franco aún más estrechamente al DM después de más de 11 años de permitir que fluctuara dentro de la banda del 2'25 por ciento.

La actitud de los interlocutores sociales belgas, tan razonable, ante la realidad, constituye sin duda un ejemplo que el Banco de Inglaterra querría ver repetido en el Reino Unido. Pero hay diferencias institucionales que facilitan la tarea de las autoridades belgas. Alfons Verpaletse, el gobernador del Banco Nacional de Bélgica, es un protegido del movimiento sindical cristiano del país, y se ha esforzado en utilizar las reuniones semanales del consejo de regentes del banco central -en el que están representados sindicatos y patronos- para promover el consenso en favor de la moderación salarial.

Política alemana y tipos de interés

("Le Monde")

Francia no tiene ya reparos en criticar públicamente la política económica de su poderoso vecino alemán. Así, mientras que en la primavera pasada las autoridades monetarias de Francia no se habían atrevido a oponerse a la idea de una reunificación alemana llevada a cabo por la vía rápida, en la actualidad atacan de frente la posición de su vecino del norte. Con ocasión de un discurso pronunciado en Bruselas el 4 de este mes de Diciembre, Jacques de Larosière, gobernador del Banco de Francia, ha dicho, en efecto, que "la acumulación de déficits que se está produciendo en Alemania, en relación con la unificación del país, plantea la cuestión de los límites de la cooperación monetaria", añadiendo que este problema "afecta a todos los participantes".

Alemania necesita mucho dinero para financiar la absorción de la antigua RDA. Los manuales clásicos de política económica le sugieren al canciller Kohl dos instrumentos: una elevación de la fiscalidad o acudir al empréstito, cosa, esta última, que conduciría al alza de los tipos de interés. Los gobiernos, antes de la celebración de elecciones, dicen siempre que adoptarán la segunda de dichas soluciones. Pero lo cierto es que casi siempre han de acudir a la primera, como así lo ha constatado George Bush recientemente. Por otra parte, los años 90 parecen ya menos propicios que la fastuosa década de los 80 al recurso a los mercados financieros.

Lo que inquieta hoy a Bérégovoy y a de Larosière, como también al presidente del Bundesbank, es que Kohl no parece dispuesto -ni siquiera después de su éxito electoral del 2 de Diciembre- a hacer pagar a los contribuyentes el coste de la reunificación. El presupuesto para 1991 prevé unas necesidades de financiación de 150 m.m. de DM, frente a 100 m.m. en 1990 y a... 26 m.m. en 1989 (para la RFA sola). ¿Resistirá la

legendaria estabilidad monetaria alemana esta avalancha de empréstitos?

Para Francia, al igual que para la mayor parte de los otros países europeos, la política monetaria alemana supone un riesgo importante de elevaciones generalizadas de los tipos de interés. Resultaría absurdo que Alemania, el "ancla" tradicional de estabilidad monetaria dentro de la Comunidad, se convirtiera ahora en el elemento perturbador de la misma en el momento en que se van precisando las reflexiones sobre la unión monetaria.

El riesgo es aún impreciso, pero es evidente que ni de Larosière ni Pöhl desean que se defina.

La inquietud francesa por la baja del dólar

(George Graham, en "Financial Times")

Pierre Bérégovoy, el ministro francés de Hacienda, ha empezado a ser escuchado en su pretensión de conseguir la convocatoria de una reunión del Grupo de los Siete destinada a discutir la persistente baja del dólar.

Con todo, si bien ha habido ya contactos preliminares entre los sherpas de los siete países más industrializados, Francia parece contar sólo por el momento con el pleno apoyo de Italia en su argumento según el cual el dólar ha bajado mucho más de lo que era razonable pensar dado su valor subyacente, por lo que amenaza con provocar serios problemas a largo plazo para la economía mundial.

En la primera fase de su campaña en favor de la reunión de los 7G Bérégovoy parecía concentrar su ataque contra Washington. Los funcionarios del ministerio de Hacienda francés, en efecto, parecían creer que el Tesoro norteamericano había adoptado de forma deliberada una política de debilitamiento del dólar destinada a mejorar la balanza comercial de Estados Unidos.

Más recientemente, sin embargo, se ha visto cómo Bérégovoy dirigía su fuego hacia Frankfort, en un ataque frontal contra Karl Otto Pöhl, el gobernador del Bundesbank. El ministro francés, efectivamente, se quejó hace poco de que si bien Pöhl admitía la necesidad de un orden dentro del Sistema Monetario Europeo, no parecía creer lo mismo con respecto a los mercados cambiarios internacionales.

Francia se irritó por la decisión del Bundesbank de incrementar los tipos de interés justo en el momento en que Estados Unidos reducía los suyos, con lo que se acentuó todavía más la caída del dólar.

¿Dónde reside, pues, el problema? ¿En el propio dólar? ¿En los tipos de interés alemanes, que se mantienen elevados para

hacer frente a las presiones inflacionistas y para retener los capitales que han de financiar el proceso de reunificación?

La respuesta inicial de los economistas oficiales es que las principales dificultades se derivan de la subvaloración del dólar y del impacto de esta en la competitividad de las exportaciones francesas.

Aunque los Estados Unidos supusieron sólo el 7 por ciento de la exportación visible francesa, el año pasado, así como el 8 por ciento de la importación, casi el 12 por ciento de las exportaciones fueron facturadas en dólares, siendo este porcentaje del 15 por ciento para las importaciones.

Henry Martre, presidente de Aerospatiale, la compañía aeronáutica francesa, ha sido el empresario que más explícitamente ha lamentado lo que considera un cambio poco realista del dólar.

Bérégovoy, por su parte, no ha querido comprometerse diciendo que el nivel presente del dólar es demasiado bajo, pero los directivos de su ministerio no dudan que esto es así.

Además, se da el caso de que bastantes grandes sociedades francesas han hecho importantes inversiones en Estados Unidos, con lo que los beneficios repatriados se han visto muy perjudicados por la caída del dólar.

Los tipos de interés alemanes, vistos desde otra perspectiva, suponen un problema para las autoridades económicas de Francia, y esto no tanto desde el punto de vista de su impacto directo sobre la economía cuanto por las tensiones que imponen en el mecanismo de cambios del SME.

"No ha habido reajuste alguno del DM ni siquiera teniendo en cuenta que el choque de la reunificación es un fenómeno real que debería haber producido una elevación del valor de la moneda alemana frente a todas las demás, y no sólo frente a las de fuera del Sistema Monetario Europeo. Esta rigidez y este simbolismo políticamente viril que caracterizan a todos los mecanismos de cambio fijos y semifijos constituyen el aspecto más desagradable del SME", comentan los directivos de Goldman Sachs en Londres.

Esta discordancia en materia de política monetaria que se produce entre Francia y Alemania llega en un momento delicado, en vísperas de la Conferencia intergubernamental que debe establecer los fundamentos de la Unión Monetaria Europea. Sin embargo, los economistas de París no creen que el gobierno francés vaya a insistir en sus quejas hasta el punto de provocar una situación difícil con Alemania. Le ha costado demasiado a la política monetaria francesa conseguir la credibilidad que ha alcanzado en los últimos seis años para sacrificarla de la noche a la mañana; y esto tanto más cuanto que es precisamente esta credibilidad la que ha permitido al Banco de Francia no seguir al Bundesbank en la elevación de los tipos de interés, e incluso aligerar un poco los tipos de intervención.

Sea como fuere, las tensiones impuestas por el SME son reales, y algunos funcionarios franceses han expresado su irritación por el hecho de que Alemania esté tomando decisiones de política monetaria sobre la base de sus conveniencias internas, sin guardar ni siquiera las formas con los otros países europeos o con el Grupo de los Siete.

GATT: Europa se inclina por la paz agraria

(Barry James, en "Herald Tribune")

Más de un gobierno europeo preferiría enfrentarse con el problema a medio plazo de un deterioro del marco contractual que regula el comercio mundial que con la amenaza inmediata de las manifestaciones de agricultores en las calles de sus ciudades.

Esta es la razón del fracaso de las negociaciones comerciales multilaterales de la Ronda Uruguay del GATT. Aunque puedan aún reanudarse los contactos a menor nivel dentro de unas semanas en la sede central del Acuerdo General, en Ginebra, es poco probable que se vaya a encontrar una salida airoso al problema.

La Comunidad Europea se ha mostrado intransigente porque la resurrección del proteccionismo que podría resultar del colapso de las negociaciones, aunque perjudicial para el comercio, no sería inmediata ni necesariamente impopular desde el punto de vista político.

Por el contrario, si la CEE redujera las subvenciones a la agricultura en la medida que quieren los Estados Unidos y otros países exportadores de productos agrarios, las consecuencias políticas podrían ser graves e inmediatas. La consecuencia, en efecto, sería la presencia masiva de agricultores en las calles de Francia, Alemania y Bruselas, con el correspondiente peligro para la estabilidad de los respectivos gobiernos.

"La falta de acuerdo es preferible a un acuerdo malo", ha dicho T. J. Maher, el representante de Tipperary, un área rural de Irlanda, en el Parlamento Europeo.

En el momento en que los negociadores recogían sus equipajes y abandonaban Bruselas, sede de las últimas reuniones del GATT, nada autorizaba a pensar que la Comunidad fuese a ir más allá en su oferta de reducir las ayudas a la agricultura en un 30 por ciento. (Esta oferta, de hecho, significa una

reducción del 15 por ciento de los niveles actuales dado que toma como punto de arranque 1986, año en que empezó la Ronda Uruguay, cuando las subvenciones de la Comunidad alcanzaron su máximo).

Pero no se trata sólo de eludir una grave amenaza política. Según los líderes de la CEE, las subvenciones harán que la gente permanezca en el campo. La supresión de aquellas significaría el despoblamiento de amplias áreas rurales, con las consiguientes presiones sobre las ya abarrotadas ciudades. Alrededor de un tercio de las poblaciones de la República de Irlanda y de Grecia, por ejemplo, vive en Dublin y Atenas, al tiempo que amplias extensiones del territorio de ambos países han sido abandonadas a una población escasa, constituida casi sólo por viejos.

Mantener vivo el territorio nacional constituye un reto emotivo en casi toda Europa. Y en un continente que ha sufrido innumerables guerras y situaciones de hambre, el asegurar unos mínimos abastecimientos alimentarios parece como una necesidad generalmente sentida. Los europeos no tienen más que contemplar lo que ocurre en la Unión Soviética para aumentar su preocupación. Por más defectos que tenga y por más cara que resulte la Política Agraria Común de la CEE, lo cierto es que no puede ser considerada por esta más que como el mal menor.

Las explotaciones agrícolas de la Comunidad son pequeñas, en general: unos 40 acres, frente a más de 200 acres en Estados Unidos(1). El gobierno norteamericano transfiere anualmente 46 m.m. de dólares a la economía agraria, mientras que la cifra de la CEE es de 44 m.m. para una cantidad tres veces mayor de agricultores.

Pero lo que irrita a los Estados Unidos y al Grupo Cairns de países exportadores de alimentos es la manera cómo se aplica la Política Agraria Común. En vez de pagar las subvenciones a los agricultores, la CEE garantiza unos precios mínimos y compra excedentes a tales precios. La Comunidad, por

(1) Un acre = 0'40 hectáreas ó 4.047 m². (Nota del trad.)

consiguiente, tiene que pagar además subvenciones a la exportación para que los excedentes puedan ser vendidos competitivamente a otros países a los menores precios mundiales.

Brian Gardner, de la firma consultora European Policy Analysis, de Bruselas, especializada en problemas agrarios, dice que lo peor de la política agraria europea es la falta de precisión. No hace lo suficiente para las que él llama pequeñas explotaciones "sin esperanza" -es decir, las que nunca estarán en condiciones de obtener de la tierra unos ingresos aceptables- mientras que los grandes agricultores producen cada día más y más, incluso en fases en que los precios bajan.

Una posible solución, a juicio de Gardner, sería reducir las subvenciones pagadas a las grandes explotaciones y ayudar más a los que viven precariamente de la tierra. Esto podría conseguirse, bien a través de subvenciones directas, bien con la creación de industrias alternativas.

Pero esto no ocurrirá, dice aquel, en primer lugar porque los partidos en el poder en Alemania dependen, para su supervivencia, de un número relativamente pequeño de agricultores a los que les va muy bien la Política Agraria Común. En Francia, la situación se caracteriza por el alto grado de beligerancia de los propietarios agrarios, siempre dispuestos a defender sus prerrogativas, incluso violentamente.

Gran Bretaña se opone a la PAC, pero en este país la población agraria es mucho menor (alrededor del 3%, como la de Estados Unidos) que en otros, y mucho menor que la de algunos de ellos, como es v.g. el caso de Irlanda (25%).

Según Maher, si las subvenciones se redujeran en la medida deseada por Estados Unidos y por el Grupo Cairns, Europa seguiría el camino de Norteamérica, con menos agricultores y mayores explotaciones, y también más grandes necesidades de capital para su explotación. "Supondría la destrucción de todo el tejido de la vida rural".

El mismo Maher, con todo, cree que el hecho de que el 80 por ciento de las subvenciones a los precios vaya al 20 por

ciento de los agricultores constituye una prueba de que el sistema no funciona bien. Dado que el principal objetivo de la PAC es proteger las rentas agrarias y mantener la población rural, debería ser gestionada como una política social y no como un mecanismo de soporte de los precios.

¿Recesión mundial?

(Gene Koretz, en "Business Week")

La pregunta les parece descabellada a muchos economistas, de la misma forma que su hermandad encontraba fuera de lugar hace pocos meses que se hablara de una próxima recesión norteamericana. En realidad, es cierto, la opinión generalizada de los practicantes de la ciencia lúgubre es que la crisis en Estados Unidos será suave y breve, relativamente, y esto precisamente porque será compensada por la demanda de exportaciones norteamericanas por parte de las economías expansivas de otros países.

Esta opinión ampliamente compartida, sin embargo, puede resultar errónea, según señala un pequeño grupo de economistas que ve señales en el horizonte que señalan una contracción generalizada. "Estábamos preocupados por esta posibilidad incluso antes del conflicto del Golfo", dice uno de esos economistas. "Pensamos que ahora es más probable aún".

Esta posición se ve refrendada por el Center for International Business Cycle Research, de la Universidad de Columbia, que observa los índices de los principales indicadores de once países industriales. Según tal Centro, 9 de los 11 índices se hallan ahora planos o en situación descendente, y el crecimiento se ha desacelerado en los otros dos -Alemania y Japón-, en los que el ritmo, por el momento, es sólo discreto. "Todo parece dispuesto para una recesión internacional", dice el Centro.

El economista Robert J. Barbera, de Shearson Lehman Brothers Inc., se muestra de acuerdo con tal punto de vista: "la confianza en la economía es hoy la excepción en todo el mundo, no la regla". Según ve él las cosas, la recesión parece ser una realidad en Estados Unidos, Canadá, Gran Bretaña, Australia y Nueva Zelanda. En Europa, el bloque comunista se halla sin duda en una depresión, y países como Francia, España

e Italia están ofreciendo señales de un agudo cambio de tendencia. En Asia, la producción industrial tanto en Taiwan como de Hong Kong se sitúa por debajo de los niveles de un año atrás.

Si hay un denominador común en la situación depresiva presente, éste es la política monetaria restrictiva. En este contexto se hace notar que las dos crisis sincronizadas iniciadas en 1974 y 1980 fueron precedidas por un fuerte descenso de la oferta monetaria en los siete principales países industriales, y que un descenso similar se ha estado produciendo desde 1987. Es más: en los dos casos previos citados la contracción monetaria resultó acentuada cuando la subida de los precios del petróleo incrementó las perspectivas inflacionistas, "exactamente igual como ha ocurrido este año".

En realidad, son las políticas monetarias restrictivas las que garantizan casi que las economías de Japón y de Alemania se debilitarán al compás de la contracción de las de los otros países, dice Barbera. Japón -añade- ha apretado fuertemente el freno monetario este año con el fin de contener las amenazas inflacionistas resultantes del aumento de los precios del crudo y para hacer frente a los excesos especulativos de la bolsa y del mercado inmobiliario. Y Alemania -que marca la pauta de la política monetaria europea a través del tipo de cambio- ha debido compensar el explosivo estímulo fiscal resultante de la unificación.

En resumen, los citados economistas creen que las políticas monetarias restrictivas han transformado las consecuencias potencialmente inflacionistas del aumento de los precios del petróleo en una posible deflación, y esto a pesar de un momentáneo incremento del coste de la energía. Además, los mismos economistas predicen que la actual crisis que viven algunos países concretos se amplificará a través de las relaciones comerciales en la medida en que la caída de las importaciones norteamericanas afecte a las economías de otros países y reduzca el apetito de estos por las mercancías de Estados Unidos.

Una señal de que esto puede estar ya ocurriendo es esta: las exportaciones reales de mercancías norteamericanas en Septiembre fueron las más bajas desde Febrero.

"The Economist" contempla el mismo problema de la forma siguiente:

Los políticos dirán lo que quieran, pero los empresarios y los economistas reconocen que la economía norteamericana ha entrado en una recesión. La mayoría espera que esta será moderada. Ahora bien, si la crisis de Estados Unidos se confirma, ¿arrastrará consigo a todos los otros países?

La mayor parte de los fríos analistas y de los asustados banqueros pretende negarlo. La economía norteamericana ha fallado y las de Gran Bretaña y Canadá han seguido el mismo curso, pero las de Japón y Alemania siguen fuertes, dicen. El crecimiento ha disminuído en Francia e Italia en relación con el año anterior, pero se espera que la expansión prosiga asimismo en estos dos países, añaden.

Los optimistas señalan también que Norteamérica no es ya el líder todopoderoso que solía arrastrar a todo el mundo tras él en la fortuna y en la desgracia. Se asegura que en los años más recientes Europa y Japón han dejado de ser tan dependientes de las exportaciones a Estados Unidos como lo habían sido en otras épocas, y esto gracias a un mayor crecimiento dentro de la misma Europa y a la expansión del comercio intra-asiático.

Desgraciadamente, las cifras reales no siempre confirman tales argumentos. Es verdad que en los últimos dos años la demanda interna ha constituído la principal fuente de expansión de Japón y de Alemania. También es cierto que la parte de sus exportaciones que se dirige a Norteamérica ha descendido desde mediados de los años 80. Pero tal parte es todavía superior a la de 1980. Por ejemplo, las exportaciones japonesas a Estados Unidos fueron el 34% del total el año pasado, inferiores pues

al 39% en 1986 pero superiores al 25% del primer año de la década.

La proporción de las exportaciones a Norteamérica en el PNB de la mayoría de los países también se ha elevado, aunque siga siendo pequeña. En Japón, la ratio subió en el curso de la pasada década del 3 al 3'1 por ciento, y en Alemania pasó del 1'5% al 2'0%. Prácticamente todos los más importantes interlocutores comerciales de Estados Unidos son hoy más dependientes de las exportaciones a este país que en 1980, no al revés.

Desgraciadamente, por otra parte, el dólar se halla en una posición débil justo en el momento en que empieza la recesión. Durante la crisis de 1981-82, la apreciación del dólar frente a otras monedas contribuyó al mantenimiento de la competitividad de las empresas extranjeras en el mercado norteamericano. También hizo que los beneficios que obtenían con su comercio con Estados Unidos se multiplicaran al convertir los dólares en las monedas de sus países respectivos. Esta vez no se producirá este beneficio adicional. Al revés, muchas firmas extranjeras no son ya competitivas en el mercado de Estados Unidos e incluso han de hacer frente en sus propios países a la competencia de los productos norteamericanos, que se ve favorecida por el bajo dólar. Por vez primera en varios años, los Estados Unidos tiene un superávit comercial con Europa. Esta es una de las razones por las que Francia pide una mayor colaboración internacional para sostener al dólar. La caída de las exportaciones a Estados Unidos, en una palabra, podría interrumpir la expansión de otros países.

Los optimistas parecen asimismo olvidar la creciente globalización de las grandes sociedades. Después de su expansión comercial en Norteamérica en los años 80, muchas firmas japonesas y europeas se hallan más expuestas a los altibajos del mercado estadounidense que diez años atrás. Por consiguiente, podrían pasarlo mal.

En la medida en que tales firmas suministran al mercado norteamericano desde fábricas situadas en Estados Unidos, la

producción y el empleo en Europa y Japón no se verán directamente afectados. Pero unos menores beneficios por parte de estas filiales podría perjudicar la confianza en los países originarios de dichas empresas. Y algunas de estas firmas pueden reaccionar ante las menores ventas en Estados Unidos no cerrando las fábricas que hayan adquirido en este país sino reduciendo las operaciones dondequiera se hallen establecidas.

Gran Bretaña fué el país que más invirtió en Norteamérica en los años 80. Sus inversiones alcanzaron los 100 m.m. de dólares, aproximadamente, durante la década. Alrededor de la mitad de los beneficios de las empresas británicas cotizadas en bolsa proceden de sus filiales en el extranjero, principalmente en Norteamérica. Las ventas de ICI en Estados Unidos se han más que duplicado desde 1980, como proporción de sus ventas totales, hasta llegar a ser el 29% el año pasado. Grand Metropolitan ha incrementado la parte de sus ventas en Norteamérica del 1 al 40 por ciento desde 1980. Estas empresas sufren ahora como consecuencia de la recesión que se vive en Gran Bretaña y fuera de ella.

Las empresas químicas europeas han invertido miles de millones en Norteamérica. En el tercer trimestre de este año los beneficios de Hoechst, ICI y BASF fueron un 40-50 por ciento menores que en el mismo período del año pasado, y ello debido no sólo al mayor precio del crudo sino también al descenso del dólar y las menores ventas a las industrias automovilísticas y de la construcción, dos de sus principales clientes.

Las empresas francesas perdieron terreno en Norteamérica, a principios de los años 80, ante los agresivos inversores británicos y alemanes, aunque más tarde trataron de recuperar terreno comprando empresas norteamericanas a un ritmo sin precedentes en los dos últimos años. Pero muchas de aquellas firmas parecen haber invertido justo en un mal momento. Michelin, la empresa constructora de neumáticos, de control familiar, pagó el año pasado 1'5 m.m. de dólares por la empresa norteamericana Uniroyal-Goodrich, con lo que se convirtió en el

mayor fabricante de neumáticos del mundo, y esto en una fase en que se iniciaba una caída de las ventas de coches en Estados Unidos. Después de ganar 2'4 m.m. de francos en 1989, Michelin podría perder una suma similar este año.

Saint-Gobain, el constructor de vidrio, también francés, ha tenido que hacer asimismo marcha atrás después de pagar 2 m.m. de dólares por la adquisición de Norton, un productor de vidrio de Estados Unidos, a principios de este año. Entre otras sociedades francesas que sufren de indigestión después de absorber rivales norteamericanos se encuentran Groupe Bull, el fabricante de ordenadores, de propiedad estatal, y Rhône-Poulenc, la más importante empresa química de Francia.

Volvo, el fabricante de coches sueco, ha resultado afectado por la crisis de Estados Unidos, cuyo mercado supone el 30% de sus ventas totales. El grupo, en efecto, anunció una pérdida en el tercer trimestre. El número de unidades vendido en Norteamérica (todas fabricadas en Europa), cayó el 12% en los primeros nueve meses del año, y las ventas de camiones (el 90% de ellos fabricado en plantas de Estados Unidos) bajaron en el mismo porcentaje.

Electrolux, otra firma sueca, también sufre por la baja de sus ventas de aparatos electrodomésticos en Estados Unidos. Pero al revés de Volvo, prácticamente todo lo que Electrolux vende en Norteamérica es fabricado allí. Las adquisiciones del grupo en los años 80 incluyen White Consolidated, una firma de productos blancos con nombres tan famosos como Frigidaire y Kelvinator. Como resultado de todo ello, Electrolux ha resultado menos perjudicada por la caída del dólar que las firmas que exportan desde Europa. En realidad, el dólar más barato le facilita las exportaciones desde suelo americano. Tanto es así que la firma ha anunciado recientemente que intenta cerrar la fábrica de hornos micro-ondas que tiene en Gran Bretaña, y que exportará a Europa desde Estados Unidos. Este es un tipo de fenómeno que frecuentemente escapa la observación de los genios que aseguran que Europa es ahora menos vulnerable ante las recesiones de Estados Unidos.

<...>

Los optimistas afirman que la crisis todavía no afecta a los grandes planes de inversión, dado que estos se elaboran con independencia de los ciclos económicos. Así, los fabricantes de automóviles japoneses aún piensan en aumentar la capacidad de producción anual en Estados Unidos a unos 2 millones de vehículos al año. El dólar más barato todavía hace más interesantes planes de esta naturaleza, que han de permitir, como se dijo, un incremento de las exportaciones a Europa.

Frente a todo esto, sin embargo, los analistas de Salomon Brothers hacen observar que las exportaciones de Japón son ahora mucho más sensibles que con anterioridad ante una recesión norteamericana. No sólo ha aumentado la parte de la exportación del país que va a Estados Unidos sino que la composición de tal exportación ha evolucionado, estando constituido ahora principalmente por bienes de consumo duradero y por bienes capital, ambos vulnerables ante las crisis económicas. Por otra parte, tanto los japoneses como algunos alemanes temen que una recesión puede dar lugar a un incremento del proteccionismo norteamericano, en especial si la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales colapsa el próximo mes. Si esto, a su vez, desencadena una guerra comercial, las tres grandes economías pueden terminar doliéndose juntas.

El conflicto del Golfo y la economía

(Alan Murray, en "The Wall Street Journal")

La pregunta del representante demócrata Stephen Neal parecía ingenua: "¿No le parece, Sr. Greenspan, que más que la guerra sería para la economía mejor que se prolongara indefinidamente la situación presente, en espera de que el embargo produjera eventualmente los efectos esperados?"

Para Neal la respuesta era obvia. La guerra, además de ser cruel, produce distorsiones. Una guerra en el Golfo se traduciría en un aumento considerable de los precios del petróleo, por lo menos temporalmente. Y si los yacimientos sauditas resultaran dañados, los elevados precios podrían durar años. Su reflejo en la economía global podría ser considerable.

Pero para Alan Greenspan, el presidente de la Reserva Federal, la respuesta era menos clara. "Se trata de una cuestión muy difícil", dijo. La guerra podría ser mala para la economía, pero la persistencia de la situación presente durante otro año o más podría ser igual de mala, o peor. "Hay aspectos negativos en ambos casos", añadió Greenspan.

Algunos asesores económicos de Bush también sostienen en privado que una guerra podría ser mejor para la economía que el inestable equilibrio presente. Esto en el supuesto de que la guerra no durara mucho. El mismo Bush advirtió hace unos días que la economía se halla en un mal momento, y que "empeorará si persiste la incertidumbre en el mercado energético".

El problema, en efecto, lo constituyen los interrogantes que dominan el ambiente. Los precios del petróleo siguen elevados a pesar de que la producción de crudo ha vuelto a los niveles de antes del conflicto. Los tipos de interés se resisten a bajar. Las empresas aplazan las decisiones de inversión. Y la confianza de los consumidores está por los suelos. Mientras siga la incertidumbre es poco probable que se produzca recuperación alguna.

En la paz que pueda seguir a una guerra rápida y victoriosa los precios del crudo y los tipos de interés bajarían, y volvería la confianza de los empresarios y de los consumidores. Un asesor de inversiones de Chattanooga, Tennessee, afirma que tanto él como muchos gestores de fondos les dicen a sus clientes que una guerra sería la señal para comprar de nuevo acciones. A este respecto cita un viejo proverbio francés: "Achetez aux canons; vendez aux clairons". Compren cuando suenen los cañones; vendan cuando toquen los clarines.

Los hombres del presidente subrayan que la política de la Administración no se basa en consideraciones económicas a corto plazo. No obstante, en los círculos oficiales se hace observar que los argumentos económicos coinciden con la política actual de la presidencia, claramente a favor de una pronta solución del conflicto.

Por supuesto, cualquier análisis del panorama económico requiere tanta competencia en psicología como en economía. El temor y la incertidumbre pueden inutilizar cualquier principio de actuación económica.

Los precios del petróleo ilustran claramente este fenómeno. En su testimonio ante el Congreso, Greenspan hizo observar que la mayor producción de otros países, y muy especialmente de Arabia Saudita, "ha substituido totalmente" al crudo perdido como consecuencia del embargo contra Iraq y Kuwait. A pesar de ello, los precios se hallan todavía un 75 por ciento por encima de los de Julio último. ¿Por qué? El jefe de la Reserva Federal cita cifras que muestran una constitución de stocks equivalentes "al doble y al triple de los normales". Traducción: la compañías que utilizan el petróleo y la gente llenan al máximo sus depósitos, ante el temor de que la guerra distorsione la producción.

Los mercados de crédito imitan al del petróleo. En tanto en cuanto el precio del crudo continúe estando por encima de los 30 dólares, la amenaza de inflación sigue viva, lo que impide que los tipos bajen con la rapidez en que lo harían en

una recesión normal.

Algunos sostienen que los precios del crudo y los tipos de interés caerían si la Casa Blanca manifestara con claridad que va a retrasar cualquier solución bélica con el fin de dar tiempo para que el embargo produzca los efectos esperados. "Si los mercados llegan a convencerse de que no habrá guerra y, por lo tanto, de que no se interrumpirán los suministros de petróleo, la prima guerra del precio del crudo desaparecerá", dice Rimmer DeVries, de Morgan Guaranty Trust. "El crudo debería bajar a los veinte y tantos dólares".

El caso es, con todo, que una reducción del precio del petróleo sólo resolvería una parte del problema. La preocupación por el conflicto del Oriente Medio ha afectado grandemente al sentimiento de las empresas y de los consumidores, fundamental para la buena marcha de la economía.

Greenspan y otros directivos de la Reserva Federal suelen citar estos días unas cifras divulgadas por la Universidad de Michigan que muestran que la confianza de los consumidores bajó de una forma más pronunciada entre Julio y Octubre que en cualquier otro período de tres meses de los últimos 44 años. "El descenso se había iniciado ya antes de que se produjera la invasión de Kuwait", dice Richard Curtium, director del estudio, "pero la crisis del Oriente Medio y su repercusión en el coste de la gasolina aceleraron la caída".

La incertidumbre económica durará mientras no se resuelva el conflicto. "Mientras esto no ocurra", afirma Greenspan, "seguirán existiendo los problemas actuales, de una u otra forma".

Recesiones: la experiencia norteamericana

(Alfred L. Malabre, en "The Wall Street Journal")

Nadie sabe con seguridad si entramos en una recesión. Si esta llega efectivamente, el daño será serio: pérdidas de empleos, empresas que cierran, reducción del nivel de vida. Tal vez la única cosa buena que se puede decir de las recesiones es que un día terminan -por lo menos así ha sido en el pasado- y que a veces sirven para liberar a la economía de desequilibrios graves, abriendo así el camino para un mayor crecimiento futuro.

Hasta hace poco había estado ganando terreno la noción según la cual las recesiones eran cosa del pasado. El ciclo había muerto, se decía. La economía norteamericana, diversificada y sólida, había entrado, según la misma versión, en una fase libre de crisis, salpicada sólo momentáneamente, si acaso, por minirecesiones móviles muy localizadas geográfica y sectorialmente.

Pero resulta ahora que la economía conserva las mismas viejas características de antaño, y que las contracciones y expansiones cíclicas, tan familiares, continúan presentes.

Así parece confirmarlo, en efecto, la realidad del momento, puesto que según la mayoría de los economistas, si la recesión no está ya aquí, no tardará en llegar. Tanto es ello así que la pregunta clave que se hacen los expertos no es ya si habrá o no recesión sino si será lo suficientemente profunda como para corregir los desequilibrios que se han ido generando a lo largo de los ocho últimos años, sin por ello colocar al país en una etapa de prolongado declive.

"Puede ser mejor para la economía sufrir una recesión, siempre que no sea muy grave, que crecer dificultosamente de forma indefinida", ha dicho Victor Zarnowitz, economista de la Univ. de Chicago.

Los desequilibrios que las recesiones suelen corregir

varían de expansión a expansión. Poco antes de la recesión de 1981-82, la inflación, el tipo de interés y los stocks estaban situados en unos niveles excepcionalmente elevados, con tendencia a subir. Pero enseguida que se hubo manifestado la recesión tales indicadores negativos cambiaron de signo, lo que poco después facilitó la recuperación, hacia finales de 1982.

Dicha recesión de 1981-82 fué particularmente severa, con un desempleo superior al 10%, cifra que no se había alcanzado desde la Segunda Guerra Mundial. Pero sin una caída tan pronunciada es poco probable que se hubieran corregido tan rápidamente los desequilibrios. También se puede pensar que sin tal caída la posterior reactivación hubiera sido menos duradera, independientemente de las reducciones fiscales introducidas por la política de la oferta de Ronald Reagan.

El principal desequilibrio de la economía en la actualidad es la deuda, según la mayoría de economistas. El total de la misma -ya sea estatal, ya de las empresas y de los consumidores- ha aumentado mucho en el curso de la última fase expansiva, situándose a alrededor de 2'4 veces el valor del producto nacional bruto, frente a las 1'7 veces de antes de la recesión de 1981-82.

"El peso de una gran deuda, al igual que una inflación o unos tipos de interés elevados, puede obstaculizar el crecimiento", afirma Geoffrey H. Moore, director del Center for International Business Cycle Research, de Columbia University.

Con todo, a pesar del considerable volumen de la deuda actual, son muchos los economistas que creen que cualquier recesión nueva será breve y ligera. Confían, en general, que la crisis del Oriente Medio se solucionará sin grandes interrupciones de los suministros de petróleo, y que un dólar débil estimulará las exportaciones. Subrayan que los servicios, que normalmente resisten mejor las recesiones, ocupan un lugar más importante hoy día. Creen también que una política monetaria menos contractiva en el interior y la prosecución de la expansión en otros países limitarán el alcance de cualquier depresión que pueda producirse en Estados Unidos. Y, sobre

todo, hacen notar que la inflación y los tipos de interés se hallan muy por debajo de los niveles que habían alcanzado antes de la recesión de 1981-82, al tiempo que los stocks siguen siendo más bien reducidos.

Ahora bien, la experiencia demuestra que las recesiones poco profundas suelen ser seguidas de fases expansivas asimismo fugaces. "Es bueno oír que la recesión, si se confirma, durará poco. Pero lo malo de ello es que puede producirse otra inmediatamente después si queda abortado el esfuerzo reactivador posterior", ha dicho un distinguido economista. "Puede resultar, en efecto, que el proceso de saneamiento no haya podido ser completado". No fué una casualidad, añade el mismo experto, que la breve y suave recesión de 1980 fuera seguida de la débil expansión de 1980-81, que duró sólo 12 meses antes de desembocar en la recesión grave de 1981-82.

Con la gran acumulación de deuda, una nueva recesión, por supuesto, podría ser larga y profunda. Henry Kaufman, presidente de la firma de inversión de Nueva York que lleva su nombre, advierte que la "fragilidad financiera" que resulta de la deuda supone "un obstáculo extraordinario a la recuperación de la economía". Las ganancias, según Kaufman, se resentirán de la necesidad de cancelar activos. Además, con un déficit público tan enorme, "la política fiscal no dispone de la flexibilidad que debiera para constituir una fuerza estimuladora", en caso de crisis.

También es posible que, a pesar de todos los pronósticos en contra, la economía continúe expandiéndose. Esta creció en un 1'8% de tasa anual en el tercer trimestre, sorprendiendo a muchos economistas que pensaban que ya se había entrado en la fase depresiva. El punto de vista de la Administración y del presidente de la Reserva Federal es que no nos hallamos ante una recesión. A este respecto será bueno recordar, sin embargo, que todavía en Agosto de 1974 -nueve meses después de haberse iniciado la severa recesión de 1973-75- Arthur F. Burns, a la sazón presidente de la Reserva Federal, les decía a los comités del Congreso que la economía continuaba en la fase expansiva.

USA: 50 AÑOS DE RECESIONES

Ciclo económ.			Empleo				Desempleo	
Máx.	Mín.	Duración (meses)	PNB real	Produc. industrial	Servicios	Industr.	Mín.	Máx.
NOV. 48	OCT. 49	11	-1.5%	-10.1%	-5.2%	-11.4%	3.3%	7.8%
JUL. 53	MAY. 54	10	-3.2	- 9.4	-3.5	-10.0	2.5	5.9
AGO. 57	ABR. 58	8	-3.0	-13.5	-4.3	- 4.3	3.6	7.3
ABR. 60	FEB. 61	10	-0.9	- 8.6	-2.2	- 6.3	4.9	7.0
DIC. 69	NOV. 70	11	-0.8	- 7.0	-1.5	- 8.8	3.4	6.1
NOV. 73	MAR. 75	16	-4.5	-14.8	-2.9	-11.5	4.6	9.0
JAN. 80	JUL. 80	6	-2.4	- 5.8	-1.4	- 6.5	5.6	7.8
JUL. 81	NOV. 82	16	-3.5	- 9.0	-3.1	-11.4	7.2	10.8

También se debe tener presente que las expansiones largas han tendido a generar elevadas dosis de arrogancia en los encargados de la política económica. En la expansión record de 1961-69, los economistas de Lyndon Johnson llegaron a ésta convencidos de que la economía, mediante un hábil manejo de las políticas fiscal y monetaria, podía expansionarse indefinidamente. Creyendo que el ciclo económico había muerto, decidieron, v.g., cambiar el nombre de una publicación del Departamento de Comercio, "Business Cycle Developments", que pasó a llamarse "Business Conditions Digest", eliminando así del título lo que parecía un anacronismo. Ocurrió, sin embargo, que poco después del cambio de título se produjo una recesión. (Por si puede tratarse de un presagio añadiremos temerosos que la administración Bush suprimió pura y simplemente dicha publicación no hace mucho).

Sea como fuere, si el ciclo económico no está muerto sigue siendo algo misterioso. Los economistas le han seguido el rastro minuciosamente por espacio de casi siglo y medio, desde Diciembre de 1854. Desde entonces la economía ha progresado a través de 30 fases expansivas y de 30 fases contractivas, éstas comunmente llamadas recesiones o depresiones, según los casos. La duración media de las fases expansivas ha sido de 33 meses, y de 18 meses la de las fases depresivas. (La última expansión, iniciada en Noviembre de 1982, no se incluye porque nadie sabe con certeza si continúa aún o si ha terminado ya).

La economía, por consiguiente, ha crecido a lo largo de los años a razón de dos pasos para adelante y un paso para atrás. Algunos de los pasos para adelante fueron miserablemente cortos, y alguno de los andados para atrás resultaron horrorosamente largos. La expansión más breve duró, simplemente, 10 meses, de Marzo de 1919 a Enero de 1920, y la contracción más larga persistió 65 meses, de Octubre de 1873 a Marzo de 1879. La más larga crisis de este siglo fué la de la Gran Depresión, y duró 43 meses, de Agosto de 1929 a Marzo de 1933. Más grato es constatar que la expansión más larga se prolongó 106 meses, desde Febrero de 1961 a Diciembre de 1969,

y que la contracción más breve duró sólo 6 meses, de Enero a Julio de 1980.

Se suele decir que la guerra estimula a la economía. Ahora bien, los datos muestran que cinco de las 30 contracciones, así como cinco de las 30 expansiones, tuvieron lugar por lo menos en parte en tiempos de guerra. La economía entró en una fase de suave recesión, por ejemplo, en los últimos meses de la Segunda Guerra Mundial.

La tarea de determinar los meses exactos de duración de las fases expansivas y contractivas la lleva a cabo una entidad que trabaja sin ánimo de lucro llamada National Bureau of Economic Research, con sede en Cambridge, Massachusetts. Un pequeño grupo de analistas del NBER se reúne periódicamente para valorar la situación económica. El grupo maneja enormes cantidades de estadísticas sobre la actividad de las empresas, y es así cómo determina si la economía ha variado su curso. El grupo no tiene prevista ninguna reunión inmediata, pero algunos miembros del mismo esperan que se les convoque para últimos de año.

Las razones del ciclo económico son menos bien definidas que sus subidas y bajadas. Una explicación tan buena como cualquier otra es la que se ofrecía en una carta al director de "The Wall Street Journal". Su remitente, el lector Russell M. Fowler, de Lyons, Nueva York, decía en efecto hace unos años que "tal vez la razón de que el ciclo persista es que la economía se fundamenta sólidamente en la naturaleza humana. Cuando las cosas van bien se producen reacciones muy humanas: un exceso de confianza, autocomplacencia, pérdida de atención en el trabajo, avaricia, errores, excesos. Todo esto es malo y conduce a la crisis. Cuando esta llega se produce la reacción inversa muy se da la vuelta a la situación. Tal vez sea esto, simplemente, lo que explique todo".

¿Cuán larga será la recesión norteamericana?

(Lawrence Malkin, en "Herald Tribune")

Las estadísticas de producción, ventas e ingresos que ilustran el estado de la economía de Estados Unidos muestran el cuadro inconfundible de una recesión. Lo que se trata de saber ahora es cuánto va a durar la crisis y cuán profunda será.

La opinión generalizada es que la reducción de la actividad económica que ahora empieza se prolongará durante dos o tres trimestres, que se producirá un crecimiento del 0'5 por ciento en el conjunto de 1991, que la inflación se mantendrá alrededor del 5 por ciento y que el desempleo subirá de los 7 millones de parados actuales a 8 u 8'5 millones.

Si bien el boletín informativo "Blue Clip Economic Indicators" advertía la semana pasada en su primera página del peligro de una recesión severa, lo cierto es que el 82 por ciento de los economistas encuestados creen que la crisis será más suave que la de 1982. Lo que significa que alguien lo pasará mal, pero que no se producirá ningún desastre.

"Cuando todos lo vemos confuso, todos nos refugiamos bajo la misma tienda", comenta Stephen McNoes, de la Reserva Federal de Boston, especialista en verificar lo acertado de los pronósticos. "Estos son los tiempos en que cometemos los mayores errores de previsión".

Después de la primera crisis del petróleo, la recesión de 1974 sobrevino de repente. En un principio fué considerado como un mero "espasmo energético" porque no existía experiencia de precios volátiles del crudo introducidos en los modelos econométricos. Y después de que la mayoría de los pronosticadores estimara en 1981 que el primer recorte fiscal de Reagan protegería la economía de la severa contracción antiinflacionista de la Reserva Federal, se produjo, el siguiente año, la más severa recesión que ha conocido el país desde 1930.

Esta vez los economistas prevén que la economía poco expansiva de los últimos dos años desembocará en una ligera depresión, de la que se saldrá pronto de una forma asimismo lenta y desangelada. Prácticamente nadie sugiere que los acontecimientos adopten esta vez forma de una V clásica, con una caída súbita y pronunciada seguida de una recuperación viva y rápida, como ocurrió los años 1982 y 1984.

Esto es así porque en crisis anteriores el gobierno expandía el déficit presupuestario y la Reserva Federal reducía los tipos de interés agresivamente con objeto de que la gente reemprendiera el trabajo en las fábricas paradas. Esta ha sido la estrategia tradicional: aumentar el gasto.

Pero tal solución es menos probable esta vez. Los Estados Unidos están intentando reducir el déficit fiscal, lo que frenaría el crecimiento. Y si la Reserva Federal decide soltar dinero, "los angustiados bancos del país situarán 50 centavos en sus reservas y prestarán sólo los otros 50 centavos de cada dólar", dice Hyman Minsky, un universitario especializado en pánicos financieros.

Algo de esto parecía estar ocurriendo la semana pasada, cuando la Reserva Federal inyectaba dinero en el sistema bancario. Los bancos con dificultades para atraer dinero parecen haber retenido, en efecto, los fondos federales, con lo que han frenado la caída de los tipos de interés.

En esta ocasión hay más imponderables que nunca. Aunque el temor de una guerra en el Oriente Medio ha de afectar la confianza tanto de los consumidores como de los empresarios de una forma del todo imprevisible, la incógnita más manifiesta es la fragilidad del sistema financiero. No existen precedentes de hechos como la crisis de las entidades de ahorro y préstamo, o como la enorme deuda que pesa sobre los grandes bancos de Nueva York, consecuencia de los poco seguros créditos concedidos a los promotores inmobiliarios, o para la absorción de empresas, o al Tercer Mundo. Por esto se producen grandes discrepancias de opinión entre los mismos economistas, según tengan o no en cuenta los factores financieros susceptibles de influir

grandemente en el desarrollo de la crisis.

David Jones, un especialista en temas de la Reserva Federal y del mercado de bonos en Aubrey Lanston & Co., de Nueva York, ve una recesión menos severa de lo que se había previsto, pero que puede durar dos años.

Henry Kaufman, el economista de Wall Street cuyos acertados pronósticos sobre la inflación y sobre el colapso de los precios de los bonos le valieron en los años 70 el sobrenombre de "Cenizo" ("Dr. Doom"), ha vuelto a la actualidad. Según Kaufman, los puntos más delicados son el gran endeudamiento privado y la enorme deuda pública, todo heredado de los años 80. A su juicio, la recuperación será lenta: "años de excesos financieros no pueden ser superados rápidamente. Costará mucho mejorar los balances de las instituciones financieras", dice.

Los economistas tampoco se ponen de acuerdo sobre el peligro de la deuda en las empresas. Benjamin Friedman, profesor de Harvard, sostiene que en cuanto la recesión reduzca los "cash flow" las sociedades en apuros propagarán sus problemas hacia otras empresas, por lo que la Reserva Federal, temiendo un colapso generalizado, puede facilitar de tal forma el crédito que dispare la inflación.

Stephen Roach, de Morgan Stanley, dice, en cambio, que tal temor es exagerado dado que la mayoría de los grandes deudores de los años 80 fueron y son empresas de servicios públicos, productores de alimentos e industrias con unos "cash flow" sólidos, incluso en fases recesivas.

En el Midwest las opiniones parecen ser, en general, más optimistas. William Hummer, un agente de cambio de Chicago que acaba de ganar el premio anual que concede el Sterling National Bank al mejor pronosticador económico, afirma que no tiene sentido hablar de fragilidad del sistema financiero. A su juicio, los bancos se hallan ante unas buenas perspectivas de beneficios, disponen de buenos ratios de capital y están en condiciones de conceder más préstamos el año próximo.

Otro economista de Chicago, David Hale, de Kemper

Financial Services, ha señalado que el pesimismo excesivo procede de Nueva York, con sus problemas propios. "Preguntarles a ellos es como preguntar a los de Houston en un momento de pánico petrolífero". Según Hale, "los problemas bancarios dificultarán de algún modo durante cuatro o cinco años la vuelta a la normalidad plena, pero no la abortarán". Hale, al igual que Roach, subraya que la precaución con que las empresas han procedido últimamente, evitando la formación de grandes stocks, así como el aumento de la exportación que ha de resultar del descenso del dólar, han de hacer posible que la recesión sea suave.

Ahora bien, Michael Drury, de The Boston Economic Advisers, hace una advertencia en los siguientes términos: "Sabemos cuales son nuestros problemas financieros y estamos preparados para hacerles frente. Pero en una recesión, es la bala que no se ve la que te alcanza".

Algunas balas posibles son estas: un colapso político en la Unión Soviética que provoque una salida masiva de emigrantes hacia el Oeste, provocando una grave distorsión de la economía europea y, seguidamente, de la de Norteamérica; y una nueva y grave caída de la bolsa de Tokio que lleve a la liquidación de los activos japoneses en Estados Unidos y a la repatriación de los fondos resultantes.

Donald McCloskey, profesor de economía de la Universidad de Iowa, dice que sus colegas profesionales debaten con tanta vehemencia "porque sólo ofrecen argumentos, no pruebas. Es como contemplar un cuadro de Seurat. Si te acercas mucho sólo ves manchas, lo mismo que ocurre cuando, situados dentro del mercado, nos damos cuenta de cuán imperfecto, frágil y peligroso es. Si te colocas a cierta distancia, en cambio, las formas y las tendencias parecen más suaves y estables".

Lo malo y lo único cierto es que se tardarán meses hasta que uno pueda ver el cuadro entero y en perspectiva.

La preocupante evolución del dólar
(Carl Gewirtz, en "Herald Tribune")

Como lo ha sugerido la propuesta de Francia y de Italia para que se reuniera el Grupo de los Siete, el dólar ha entrado en una fase vacilante, es decir, en una etapa de persistente debilidad en la que corre el riesgo de caer en picado.

La pesadilla de un aterrizaje forzoso se acentúa ante la posibilidad de que la baja del dólar se traduzca en un pronunciado descenso de los valores mobiliarios en Estados Unidos y en el mundo. Esto podría provocar una elevación los tipos de interés norteamericanos -justo en el momento en que las condiciones generales aconsejan una disminución de los mismos- y en definitiva frenar la expansión en todas partes en la medida en que todo ello afecte al comercio y a la confianza empresarial.

Es verdad que hasta ahora el descenso del dólar -promovido por movimientos adversos de los tipos de interés- se ha producido ordenadamente. Sin duda ha dañado la exportación de algunas industrias europeas -en especial a los fabricantes de aviones y de automóviles- pero no ha causado mayores desastres.

Ahora bien, la posibilidad de que se desencadene una crisis cambiaria explica por qué la Reserva Federal se muestra tan remisa en la reducción de los tipos de interés como respuesta al debilitamiento de la economía interna, y por qué el Bundesbank es tan cauto ante la subida de los mismos a la vista de la negativa del gobierno de Bonn de incrementar los impuestos para financiar la unificación alemana.

Es cierto que la Reserva Federal cedió un poco la semana pasada, pero los mercados financieros estaban perfectamente preparados ante la medida y los mercados cambiarios parecieron ignorar la reducción del 0'25 por ciento del coste del dinero "overnight", que quedó en el 7'5 por ciento.

El reto con que se enfrenta la Reserva Federal es

flexibilizar su política para hacer frente a la crisis y al mismo tiempo reforzar la confianza en la moneda mediante la contención de la inflación.

A este respecto los últimos datos son estimulantes. La llamada inflación básica, o subyacente, es decir, la que excluye los precios errantes de los alimentos y de la energía, registró un aumento moderado del 0'3 por ciento el pasado mes. Además, la cotización del crudo está bajando, con un precio "spot" de 29'78 la semana pasada, el más bajo de las últimas cuatro semanas.

Más positivo es aún el incremento de los precios de los bonos que se ha producido últimamente. El rendimiento de los bonos del Tesoro a 30 años terminó la semana al 8'45 por ciento, la cotización más baja desde que Iraq invadió Kuwait el 2 de Agosto.

El mercado de bonos es un barómetro importante, pues los rendimientos a largo plazo aumentarían si los inversores estuvieran preocupados por la subida de la inflación.

Existen dudas sobre cómo interpretar la evolución del mercado de bonos toda vez que los productores de petróleo del Oriente Medio han aumentado mucho sus ingresos y se cree que la mayor parte de estos están siendo reciclados hacia Estados Unidos, como contribución a la actitud firme de este país ante la expansión de Iraq.

Sea como fuere, el dólar ha bajado sólo moderadamente los últimos días: un par de pfennings en una semana, aunque se espera que el deslizamiento continúe.

"Se hace difícil ver cuándo puede producirse una alteración de la corriente", ha dicho un representante de Salomon Brothers. Otros opinan decididamente que la caída va a proseguir, en el futuro inmediato, aunque también cabe que se produzca alguna reacción momentánea y ocasional. Pero en la relación dólar-DM, todo apunta al predominio de la moneda alemana, por ahora.

Las cosas, sin embargo, podrían evolucionar de forma distinta por lo que al yen se refiere si el gobierno de Japón,

después de conseguir, eventualmente, que los precios del suelo bajaran, se decidiera a flexibilizar su política monetaria. El peligro, aquí, es que los japoneses se vean obligados a cubrir las pérdidas interiores -v.g., de la bolsa- mediante la liquidación de activos exteriores, y en particular los que tienen en Estados Unidos, lo que supondría una reducción de la cotización del dólar frente al yen.

<...>

Por el momento, con toda la atención de los mercados cambiarios puesta en el DM, el descenso del dólar parece estar perfectamente controlado. Las cosas podrían ser distintas si los acontecimientos desviarán las miradas hacia el yen, en cuyo caso el peligro de una caída más pronunciada aumentaría.

EE.UU.: La Reserva Federal debería actuar

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

Alan Greenspan, el presidente de la Reserva Federal, reconocía hace poco ante el Congreso que la economía norteamericana ha entrado en una fase contractiva. Al día siguiente era el mismo gobierno el que manifestaba que su índice de futura actividad económica había descendido por cuarto mes consecutivo. Todo esto indica claramente -aunque no constituya la prueba definitiva- que la economía se dirige hacia una recesión.

Para muchos economistas privados el reconocimiento de Greenspan llega excesivamente tarde, lo que muestra, tal vez, que la Reserva Federal ha confiado demasiado tiempo en unas estadísticas poco adecuadas, que no recogen los datos más reveladores ante una posible recesión. Peor aún: tal reconocimiento no fué acompañado de unas palabras alusivas a la determinación de intentar una reactivación de la economía mediante una modesta reducción de los tipos de interés. A juicio de Greenspan, es poco lo que el banco central puede hacer para compensar el impacto de la crisis del Golfo y de otras fuerzas recesionistas.

Pero hay un importante término medio en este debate. Nadie querría que la Reserva Federal se lanzara a una carrera inflacionista con el incremento de la oferta monetaria, pero podría bajar prudentemente los tipos de interés y suavizar las regulaciones bancarias que contribuyen a la contracción crediticia. Esto podría no ser suficiente para garantizar la expansión, pero es lo único que puede representar un cierto alivio.

La labor de Greenspan al frente de la Reserva Federal ha merecido el aplauso de progresistas y de conservadores. Ha mantenido una política lo suficientemente flexible como para permitir un modesto crecimiento durante varios años; sin por

ello dejar que la inflación se desbocara. Esto no ha resultado fácil, en especial después de las caídas de la bolsa y de las crisis petrolíferas.

El caso es, sin embargo, que el presidente de la Reserva Federal está obteniendo peores notas por su política actual. Ha mantenido el crecimiento de la oferta monetaria en el límite inferior de la banda prevista, permitiendo sólo una pequeña reducción de los tipos de interés. Tal vez esto haya sido así porque, como sugiere Jeremy Siegel, de la Wharton Business School, los instrumentos de previsión del banco central están anticuados. Las recesiones anteriores empezaron en los mercados de bienes, tales como los de automóviles y acero, en los que las mediciones previsoras tenían por objeto seguir la marcha de la producción y de los stocks. Pero esta recesión es diferente. Empezó originariamente en el sector servicios, para el cual los economistas no han elaborado todavía índices útiles de actividad futura.

Muchos economistas piden ahora que la Reserva Federal sea más agresiva. Esto no debería exigir necesariamente un cambio de la política del banco. Sólo un incremento de la oferta monetaria, que se situaría así en la parte superior de los límites previstos. Algunos estiman que esto sería suficiente para disminuir los tipos de interés en un punto porcentual, aproximadamente. El consejo es razonable. La inflación -si se excluye el impacto temporal de la subida de los precios del petróleo- está controlada. La Reserva Federal dispone pues de margen suficiente para aligerar el crédito sin mayores preocupaciones.

El banco podría asimismo hacer frente al problema de la "contracción crediticia" ("credit crunch"). Los bancos no prestan los fondos de que disponen. Una situación difícil del mercado inmobiliario y de los negocios en general ha llevado a que los prestamistas se muestren muy precavidos. Pero parte del problema, por lo menos si se juzga a través de pruebas anecdóticas, reside en el hecho de que las autoridades bancarias ("bank regulators") alarman a los prestamistas y les

ahuyentan de todo lo que no sean clientes de máxima solvencia. Ante esta situación, Greenspan podría ejercer cierta persuasión moral, susceptible de normalizar la situación.

No hay razón alguna para que cunda el pánico. La economía cojea, pero anda. La tasa de paro se mantiene en un aceptable 5'7 por ciento, y con unos salarios que aumentan muy lentamente no parece haber síntomas graves de que aquella cifra vaya a explotar. El riesgo de una recesión grave es ahora mayor que el de una inflación peligrosa. Esto debería dar valor a la Reserva Federal para actuar un poco menos cautelosamente.

La pérdida de protagonismo del oro

(Jonathan Fuerbringer, en
"The New York Times"- "Herald Tribune")

El dólar baja. Los bancos norteamericanos tienen problemas. En el Golfo amenaza la guerra. Y el oro, que en otros tiempos y en tales circunstancias hubiera representado un brillante papel, permanece arrinconado.

Desde la invasión de Kuwait, el 2 de Agosto, el oro se ha reactivado dos veces, superando los 400 dólares la onza. Esto ocurrió el mismo Agosto, en que alcanzó los 415 dólares, y luego en Septiembre, cuando se cotizó a 406 dólares. Pero en ambas ocasiones retrocedió rápidamente, oscilando ahora alrededor de los 379 dólares. Esto supone una cotización sólo algo más elevada que la de la víspera de la invasión (373 dólares) y muy inferior a la máxima del año, de 422 dólares, a la que se llegó en Febrero.

"Si alguien me hubiera dicho el pasado invierno que Saddam Hussein invadiría Kuwait y reduciría la producción del petróleo; que el precio del crudo alcanzaría los 40 dólares y que el dólar bajaría, hubiera dicho sin dudarlo que el precio del oro se situaría fácilmente en los 450 dólares la onza", ha dicho el vicepresidente de Merrill Lynch Capital Markets.

Son varias las razones que explican el sorprendente comportamiento del oro. Algunas son a corto plazo, como es el caso del aumento de los suministros a través de las ventas de la Unión Soviética y de los gobiernos del Oriente Medio. Pero hay un elemento que se proyecta a largo plazo y que continuará influyendo en el precio del oro en todo el futuro previsible. Se trata de la apertura, de la diversificación, del crecimiento y de la globalización de los mercados financieros, y del declive que resulta de todo ello para el oro como refugio de los inversores en tiempos difíciles.

En los años 70, el mercado cambiario global era aún relativamente pequeño. Los mercados financieros en lugares como

Alemania, Suiza y Japón empezaban justo a adquirir importancia. La contratación en estos y otros mercados no era fácil, a causa de las restricciones y de la falta de liquidez.

Todo esto ha cambiado substancialmente en los 90. Los cambios de divisas suponen hoy operaciones por valor de 500 m.m. de dólares diarios, y la liquidez de los valores mobiliarios fuera de Estados Unidos crece continuamente, lo que hace más fácil invertir y desinvertir con rapidez.

Los mercados de Japón son enormes y cada día más asequibles a los inversores extranjeros. Alemania, con la desaparición del muro de Berlín y la unificación, se ha convertido en uno de los más atractivos mercados del mundo.

Londres, por su parte, ha llegado a ser un centro de contratación para Europa entera, y la próxima unión económica de la Comunidad obligará a que los mercados continentales eliminen las barreras todavía subsistentes. Tanto es ello así que la contratación -en divisas, en bonos o en acciones- se está convirtiendo rápidamente en una actividad global que se prolonga las 24 horas del día.

Con la contratación informatizada y las mejoras en las prácticas liquidadoras el dinero se mueve mucho más deprisa que antes, dando a los inversores y a los gestores de fondos la seguridad de que podrán responder con rapidez ante los acontecimientos políticos y financieros.

Todo esto hace que el papel del oro sea cada día más modesto, después de que adquiriera una gran preeminencia en los años 70, cuando no existían, ni mucho menos, tantas alternativas de inversión que pudieran servir de refugios seguros en casos de crisis.

"El mundo es hoy mucho más sofisticado, en especial por lo que se refiere a oportunidades para la inversión de dinero", dice el director de metales preciosos de Crédit Suisse en Nueva York. "Mucho dinero va a Suiza y a Alemania".

El compromiso mundial y generalizado de combatir la inflación también ha restado atractivo al oro como instrumento de protección.

El calvario de los países del Este
tras la economía de mercado

(Steven Greenhouse, en "The New York Times"- "Herald Tribune")

El colapso de los regímenes comunistas en los países del Este europeo inspiró sueños y esperanzas de mejoras rápidas y substanciales del nivel de vida. Pero la verdad es que el viaje desde la planificación marxista a la libertad de mercado no se está realizando de forma suave y sin dolor en ninguna parte.

En algunos países, las colas son menos largas y persiste la confianza, pero de hecho todos ellos están sumidos en profundas crisis. En la mayoría de los casos, además, las reformas han debido ser aplicadas lenta y fraccionadamente.

"Tardaremos 10 ó 15 años en aproximarnos, no a igualar, los niveles de vida de Austria y de otros países occidentales", dice Miroslav Hrnčir, un veterano economista de la Academia de Ciencias de Checoslovaquia. La renta per cápita de su país era el 10 por ciento superior a la de Austria en 1939, pero después de varias décadas de comunismo se ha situado en un 35 por ciento por debajo de aquella.

Una serie de infortunios inesperados -el recorte de los suministros de petróleo subvencionado de la Unión Soviética, las limitaciones comerciales y crediticias resultantes del empeoramiento de la situación en Occidente- han intensificado los tonos sombríos de la situación y han empeorado las perspectivas de una transición positiva.

Todos esos problemas han contribuido a que la producción industrial se haya reducido alrededor de un 10%, este año, en Hungría, el 28% en Rumanía y el 30% en Bulgaria.

Lo que no ha disminuido ha sido el debate sobre la manera de llevar a cabo los cambios necesarios. En realidad, los dirigentes de Hungría, Checoslovaquia, Rumanía y Bulgaria han pasado este año mucho más tiempo discutiendo la revisión que llevándola a cabo.

Por otra parte, el caos que se va apoderando de la Unión Soviética ha tenido una manifestación directa y negativa en el Este europeo, toda vez que la URSS continúa siendo el principal interlocutor comercial de aquellos países.

Independientemente de la Alemania oriental, cuya economía, sencillamente, se está fundiendo con la de Alemania occidental, es Polonia el país que de momento lleva la delantera en el esfuerzo de aproximación a las economías de Occidente. A través de un complejo plan de batalla, el gobierno polaco, a partir de Enero, procedió a liberalizar la mayor parte de los precios, posibilitando que fabricantes y comerciantes cobraran lo que creyeran oportuno. Esto incrementó los beneficios y multiplicó los incentivos para producir y vender más, lo que contribuyó a que se terminara con una situación crónica de estanterías vacías y de colas interminables.

Para hacer frente a la inflación, los abogados de la terapia de choque eliminaron el elevado déficit presupuestario, incrementaron el tipo de interés mensual al 40 por ciento y cortaron el crecimiento de la oferta monetaria. Al mismo tiempo impusieron controles salariales con el fin de prevenir que se desencadenara una espiral precios-salarios. Como resultado de todo ello, la inflación se ha reducido al 3'5 por ciento mensual.

Otra de las medidas adoptadas fué la devaluación del zloty en más del 70 por ciento, acabando así con el mercado negro de divisas y creando la primera moneda estable y parcialmente convertible de la Europa de el Este. Gracias a las reformas monetarias, el excedente comercial mensual de Polonia con Occidente ha subido un 50 por ciento.

Ahora bien, todo este progreso ha tenido un precio. Al haberse autorizado los despidos con el fin de que las empresas pudieran reducir costes, el desempleo ha alcanzado a un millón de personas, lo que representa más del 11 por ciento de la población activa. La producción industrial ha bajado un 25% respecto al año anterior y el poder de compra de los consumidores ha disminuido un 30%, todo esto según las

estadísticas oficiales.

En las calles de Varsovia puede verse mendigos por primera vez desde hace varias décadas, y se producen protestas de los trabajadores, que ganan menos de 40 dólares, como promedio, a la semana.

Los conflictos obreros son siempre un motivo de preocupación en Polonia, donde incluso llegaron a producir la caída de gobiernos comunistas.

El esfuerzo de Polonia por aplicar varias curas a la vez ha estimulado el interés de lugares como Moscú y la simpatía de sitios como Washington. Pero la aprobación que el plan diseñado por Leszek Barcerowicz realmente necesita -si se quiere que las fórmulas capitalistas vayan encontrando algún arraigo- es la del polonés ordinario que puede encontrarse sin trabajo en cualquier momento.

"Los libros de texto dicen que tal y tal programa radical es mejor que el tratamiento paso a paso", comenta Heinrich Machowsky, un economista del Instituto de Economía Alemana de Berlín. "Pero en la vida real los costes globales han resultado muy elevados".

La severidad de la cura hace que los directivos de los países vecinos se pregunten si no existirá un camino mejor. Algunos economistas, incluso en Polonia, afirman que sería preferible acabar con los monopolios estatales y establecer la competencia antes de liberalizar los precios. Otros, en cambio, aseguran que cualquier cosa que no sea la terapia de choque resultaría excesivamente larga y prolongaría demasiado el dolor.

Por el momento, la prioridad esencial es conseguir que las cosas no empeoren. "El año próximo podría alcanzarse lo peor de la crisis", ha dicho Andras Vertes, director del Instituto de Investigación Económica de Hungría.

Una muestra de cómo se ve alterada la situación anterior y de cuán complejas son las adaptaciones necesarias se da en la empresa que fabrica los autobuses Ikarus, una de las de más prestigio de Hungría. Esta empresa suministraba a la Unión

Soviética 5.500 vehículos al año. Pero como consecuencia de la crisis económica, este año sólo le ha comprado 3.500. Desde el punto de vista húngaro, esto es malo y amenaza con crear desempleo. Por otra parte, los soviéticos pagarán pronto los nuevos autobuses con moneda dura en vez de hacerlo con rublos artificialmente sobrevalorados que mantenían a Hungría y a los otros países aliados como rehenes de un sistema de valores arbitrarios. Pero a medida que los rusos vayan pagando más y más en monedas fuertes lo más probable es que abandonen los productos de baja calidad húngaros o polacos y compren productos occidentales. Esto supondría un golpe para las exportaciones y haría todavía más difícil que países como Polonia, Bulgaria y Hungría pudieran hacer frente a los opresivos problemas de la deuda.

La situación empeorará todavía más, con toda certeza, el primero de Enero próximo, cuando, después de una larga etapa de dependencia del petróleo ruso subsidiado, la región deba empezar a pagar a Moscú en monedas fuertes los nuevos precios que ha alcanzado el petróleo en el mercado mundial.

Según el Banco Mundial, el incremento de los precios del petróleo ocasionado por la invasión de Kuwait por Iraq, así como los efectos negativos derivados de las distorsiones del comercio en el área del Comecon, representarán para la región unos 15 m.m. de dólares, lo que equivale al 5 por ciento de la producción anual de la zona.

Las peticiones de colaboración a Occidente son cada día más frecuentes y agudas. Los dirigentes de los países del Este señalan que la ayuda de Occidente -incluyendo la del Banco Mundial, la del Fondo Monetario Internacional y la del nuevo Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo- puede resultar valiosa, pero que es sólo una fracción de lo que se necesita para estabilizar las economías y reconstruir las fábricas, las carreteras y las comunicaciones.

"La Europa de la pobreza". Este es el título del comentario que hace sobre

el mismo tema anterior S.G. en la columna BILLET, de "Le Monde".

Recuerden la receta del bocadillo polaco: un vale de jamón entre dos vales de pan. La broma no sirve ya para Polonia, donde las medidas de liberalización económica han permitido, por fin, que se llenaran las estanterías, pero ha sido traducida al rumano, al búlgaro, al albanés y a todas las lenguas de la URSS.

Los pueblos de toda esa parte de Europa inician el invierno con el temor en el vientre. Es el miedo -olvidado por la mayor parte de los occidentales- al hambre y al frío. Faltan todos los productos de primera necesidad. Los adultos con buena salud están agotados por los esfuerzos que han de realizar en busca de artículos comestibles. Los enfermos, los niños y los viejos se hallan amenazados de graves carencias, en especial en proteínas y en calcio. Todo esto en Europa, en 1990, y en tiempo de paz.

El socialismo científico ha demostrado por el absurdo su capacidad para triunfar sobre la naturaleza: esos países con hambre están situados en gran parte sobre algunas de las tierras más fértiles del continente, las famosas tierras negras de la estepa europea. Otra lección, ésta política, es que la escasez no aflige más que a los países todavía dirigidos por comunistas más o menos declarados: desde Albania -al borde del estado de necesidad y que debe hacer importaciones masivas de alimentos- a la URSS, que puede verse en la necesidad de comprar los viejos depósitos alimentarios de Berlín.

Esto significa dos cosas. Ante todo, que los primeros cambios introducidos en el sistema de planificación centralizada lo han paralizado (en especial dando autonomía a los agricultores sin liberalizar los precios. Puesto que pierden dinero, no trabajan). Segundo, que los poderes neo-comunistas no consiguen adoptar las únicas medidas eficaces para el restablecimiento de los suministros y de la producción: romper los monopolios de Estado, liberalizar los precios,

privatizar el comercio. Todo el aparato que dichos poderes representan rechaza el cambio puesto que tal aparato prospera en la escasez y en el mercado negro.

Mikhail Gorbachev y sus imitadores han querido demostrar que podían reparar ellos mismos los daños que han causado. La realidad les da el más humillante desmentido.

He ahí cómo ve el mismo problema Peter Norman, en "Financial Times".

Pregunten a cualquier economista estos días a propósito del trabajo que está realizando y la respuesta, con toda probabilidad, se referirá a la Europa del Este, o a la unión económica y monetaria europea, o a ambas cosas.

Por esto no constituyó ninguna sorpresa ver, la semana pasada, que cuatro de los ganadores del concurso anual convocado por el American Express Bank habían escrito sobre problemas relacionados con la transformación del Este europeo y de la Unión Soviética en economías de mercado.

Lawrence Brainard, el economista jefe de Bankers Trust Co., ganó el primero de dichos premios, de 25.000 dólares. En su trabajo sostiene que la Europa oriental necesita establecer mercados de capitales viables antes de que la región pueda llevar a cabo la reforma de la economía.

Esta idea no es del todo nueva. La reforma de los mercados financieros del Este europeo figura en un lugar preferente en las agendas de instituciones tales como la OCDE, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional y el recién creado Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo.

Pero Brainard tocó un punto menos convencional al subrayar que el primer paso esencial debe ser el saneamiento de los balances de los bancos euro-orientales, de los que deben eliminarse los préstamos malos.

Explicando su trabajo en un seminario celebrado hace pocos

días en Londres, Brainard sostuvo que la reforma financiera del Este ha olvidado en general las pérdidas irrealizables que se han ido acumulando en el sistema bancario durante años de tipos de interés subsidiados para empresas no rentables. En Yugoslavia, país que ahora empieza a enfrentarse con el problema, tales pérdidas en el Banco Nacional del país alcanzaron no menos del 8'5 por ciento del PNB en 1987.

En el mismo seminario, Magdolna Szöke, del Instituto de Investigación Económica de Budapest, manifestó que Hungría cometió un grave error al crear su sistema de banca comercial en 1987. Los créditos malos que figuraban en los libros del Banco Nacional fueron distribuidos, sencillamente, entre los nuevos bancos.

Brainard desea la reforma del sistema bancario de la Europa oriental por dos razones principales:

- para crear un mercado de capitales y las condiciones adecuadas para la privatización, y
- para eliminar una fuente de graves desequilibrios económicos procedentes de los países del Este.

<...>

"Las visitas de Attali a los países de Europa Oriental sirven para definir los problemas". Así titula Tim Carrington su colaboración en "The Wall Street Journal" sobre las dificultades del Este.

¿Ha aceptado Jacques Attali una misión imposible?

Como presidente del nuevo Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, su misión es encontrar operaciones potencialmente rentables que sirvan para respaldar los programas de reconstrucción de la Europa post-comunista.

Ahora bien, lo que Attali encuentra en sus viajes

exploratorios son infraestructuras ruinosas, confusión burocrática y actitudes muy vagas respecto a cuestiones básicas como puede ser la propiedad privada. Pero más preocupante es aún, tal vez, que las perspectivas económicas del bloque del Este hayan empeorado mucho desde que él y su antiguo jefe, el presidente Mitterrand, tuvieron la idea de crear un banco para la reconstrucción, el año pasado.

A la vista del deterioro de la situación, el capital inicial del banco, de 13 m.m. de dólares, parece poca cosa. "Esto no es nada a la vista de la inmensidad de la tarea", ha dicho David C. Roche, un estratega económico de Morgan Stanley & Co., de Londres.

Attali, sin embargo, no parece desanimarse por ello. El y su equipo viajan de aquí para allá, en busca de empresas en las que invertir o de reformas a las que asesorar.

Attali, por lo demás, parece convencido de que a pesar de los medios insuficientes con que cuenta su banco la labor que este está en condiciones de realizar es muy considerable, "pues el efecto multiplicador puede ser de más de 10", con lo que quiere decir que por cada dólar que ponga el BERD otros bancos e instituciones y empresas pondrán nueve. En realidad, los directivos del BERD esperan que el factor multiplicador sea bastante superior.

La seguridad de Attali de que la inversión privada podrá ser canalizada hacia el Este se deriva de su actitud ante el futuro. Para empezar, Attali cree que se producirá un declive del poder económico de Estados Unidos. Por el contrario, "nos encontramos en el principio de una nueva Europa. Tal vez consigamos un mercado de 700 millones de personas". La inversión llegará por sus propios pasos. Ahora bien, todo esto presupone que la Unión Soviética y el Este europeo se convertirán en economías de mercado y que éstas se unirán a las de la Europa occidental.

Los problemas se presentan cuando se desciende a los detalles. Es entonces cuando se constata que existen dificultades incluso para los cambios más pequeños, como Attali

constató en una reciente visita a Checoslovaquia.

Un obstáculo importante viene constituido por la resistencia de bancos y empresas en invertir en el Este. Muchos son los que han establecido contactos y los que han estudiado la posibilidad de adquisiciones o de fusiones, pero lo cierto es que se han completado muy pocas operaciones. El director de una división de ICI se expresa así: "Las empresas del Este tienen demasiada gente. La dirección es horrible. La única ambición es conservar el empleo. La seguridad y las condiciones sanitarias de las fábricas es substandard. En muchos casos deberían pagarnos para que las cuentas salieran".

Para propiciar que compañías como ICI se introduzcan en la región, Attali se propone mejorar la infraestructura básica de la misma, posiblemente en colaboración con el Banco Mundial. Por ejemplo, los polacos le han pedido al BERD que les ayude a reconstruir su decrepito sistema telefónico. Otro proyecto consistiría en ayudar a los viejos socialistas en la creación de bancos que proporcionaran recursos a las pequeñas empresas -restaurantes y tiendas, por ejemplo. En este sentido el BERD piensa en el establecimiento de un centro para la formación de banqueros.

Attali, biógrafo del financiero Sigmund Warbung, espera poder utilizar todos los instrumentos financieros aparecidos en los años 80 para alcanzar los fines del banco. Pero su agenda es más vasta que la de los bancos comerciales. Por ejemplo, Attali se propone iniciar una campaña para la limpieza del mar Báltico. (A Attali le gustan los proyectos de defensa del medio ambiente porque tienden a involucrar a diferentes países y a prescindir de la identidad nacional de estos).

El problema más delicado, a juicio de Attali, será la elección de las inversiones que el banco vaya a efectuar en los países del Este. Le preocupa especialmente que unos proyectos excesivamente arriesgados puedan repercutir en el prestigio del banco, haciéndole a este más difícil la atracción de fondos en los mercados de capital.

Paseándose por la vieja Praga Attali da gracias al

stalinismo por haber impedido que la ciudad dispusiera de medios con los que atentar contra las venerables y magníficas edificaciones medievales, fuentes de posibles ingresos futuros. En este sentido el BERD se propone mostrar a los países del Este el caso de España, que ha utilizado los recursos procedentes del turismo para modernizar su base industrial.

Lo que el BERD no puede hacer es asumir la reestructuración macroeconómica del mundo post-comunista. En la cumbre económica del verano pasado, Attali tuvo un enfrentamiento con dirigentes norteamericanos a propósito de un posible estudio de la economía soviética. Attali pensaba que correspondía al BERD la iniciativa en estas cuestiones. Al final la tarea se puso en manos del Fondo Monetario Internacional.

Toda precaución será poca. El banco está pendiente de recibir la confirmación final. De los 40 países y dos instituciones financieras internacionales que participan en él como accionistas, menos de una cuarta parte han ratificado el proyecto. Los Estados Unidos se encuentran entre los que todavía no lo han hecho, si bien se espera que todos lo hagan antes de la primavera próxima. Sólo entonces contará el BERD con los medios con que empezar a funcionar.

Pero a parte de la aprobación definitiva de los gobiernos, el banco deberá mostrar que tiene el sentido de los negocios y la capacidad para ganar dinero en proyectos para un mundo deprimido y en buena parte desconocido. Como ha dicho Ed Hewett, un especialista en cuestiones euro-orientales de la Brookings Institution, de Washington, "mucho será lo que quede fuera del control del banco, al tener que operar en un marco social y económicamente revolucionario".

ARTICULO DEL MES

, LA INTEGRACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL,
EL EQUILIBRIO EXTERIOR Y LA ESTABILIDAD
FINANCIERA,
ALEXANDRE LAMFALUSSY.

*La integración financiera internacional, el equilibrio exterior
y la estabilidad financiera*

Alexandre Lamfalussy
Director General del Banco de Pagos Internacionales ()*

Quisiera examinar hoy con ustedes algunas de las consecuencias y de los retos que plantea la continua internacionalización del mundo de las finanzas. Este proceso estaba en marcha hace bastante tiempo, pero parece haber tomado un impulso renovado en la década de 1980. Una de las razones de esto es que la creciente integración financiera internacional no es un hecho aislado, antes bien está en estrecha relación e interacción con otros procesos de cambio de los sistemas financieros nacionales e internacionales, en particular con la innovación financiera, la desregulación y la liberalización, y con el avance tecnológico, sobre todo en los terrenos de la informática y las comunicaciones. En el plano internacional, esas transformaciones han tenido su reflejo más espectacular en un rapidísimo crecimiento del volumen de las transacciones financieras internacionales. Ese crecimiento se ha producido en los flujos de capital tanto brutos como netos, y la contrapartida del aumento de estos últimos ha sido un grado sin precedentes de desequilibrios de cuenta corriente. Al mismo tiempo, han aparecido muchas nuevas técnicas e instrumentos financieros, tales como las facilidades de financiación contingentes, los *swaps* y las opciones, y combinaciones cada vez más complicadas de esos mismos instrumentos nuevos.

Voy a dividir mis observaciones en tres partes. Empezaré por hacer un repaso de algunos de los beneficios teóricos de la desregulación y la internacionalización, y por enumerar algunas de las preocupaciones que otros y yo hemos expresado acerca de sus posibles riesgos. En segundo lugar, comentaré, a la luz de lo ocurrido durante la última década aproximadamente, hasta qué punto esas preocupaciones parecen estar o no justificadas. Finalmente, intentaré extraer de esa experiencia algunas enseñanzas para el futuro.

(*) Discurso pronunciado en Helsinki el 15 de Octubre de 1990, ante una asamblea conjunta de la Sociedad Económica Finlandesa, la Sociedad Económica de Finlandia y la Sociedad Finlandesa de Estudios Económicos. CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA y la Fundación FIES agradecen muy sinceramente al Sr. Lamfalussy su autorización para la traducción y difusión de este texto, que creemos será del máximo interés para nuestros lectores, dada la importancia del tema y la enorme solvencia y rigor de su autor, una de las máximas autoridades mundiales en esta materia.

Traducción de María Luisa Balseiro.

I

Empecemos, pues, por los beneficios y los costes de la internacionalización. Sobre los beneficios voy a ser muy breve, no porque no sean importantes, sino porque son indiscutidos. De un colega economista profesional no esperarán ustedes que disienta de la premisa teórica de que la eliminación de barreras a las fuerzas competitivas del mercado en el sector financiero debe ser beneficiosa para la economía mundial en su conjunto. Estoy de acuerdo. Entre esos beneficios están una mayor eficiencia de los mercados, una mejor asignación del ahorro mundial, una reducción del coste de los servicios financieros y una extensión de la gama de esos servicios. Un aspecto importante de esa extensión a lo largo de la pasada década es la gama de instrumentos con que ahora se cuenta como protección contra la volatilidad, especialmente la de los tipos de interés y la de los tipos de cambio.

Pensando, sin embargo, en la otra cara de la moneda, yo me he preguntado qué "precio" tendríamos que pagar por esos beneficios.

Agruparé mis preocupaciones bajo dos epígrafes: en primer lugar, la posibilidad de un aumento generalizado de la fragilidad financiera, y en segundo lugar, las repercusiones de los flujos de capital en forma tanto de desajustes de los tipos de cambio a medio plazo como de desequilibrios de cuenta corriente sustanciales. Dicho en pocas palabras, mi inquietud bajo el primero de esos epígrafes se refiere a que, dado el papel central de los bancos en el sistema, los procesos, complejos y radicales, de liberalización e innovación han acarreado riesgos para la estabilidad del sistema financiero internacional, riesgos que, por su magnitud, podrían poner en peligro la solidez de la economía real. Para mí, esos riesgos van aparejados a la mayor volatilidad de los precios de los activos y a la posibilidad acrecentada de que los participantes de los mercados financieros cometan errores de actuación o de juicio en un período prolongado de evolución rápida y complicada. Lo sucedido no ha sido, por ejemplo, el paso de un equilibrio relativamente estable a otro; en ese caso, se habría podido acumular experiencias con rapidez bajo el sistema nuevo, y a partir de ahí aplicar sistemáticamente las lecciones aprendidas. Además, los hechos nos han enseñado que no comprendemos plenamente el proceso de formación de los precios en los mercados de activos. Y esto tanto en lo que atañe a la volatilidad a corto plazo como -lo que es más importante- en lo que se refiere a desajustes a plazo medio no sólo de los tipos de cambio, sino también de los precios de los títulos de renta variable y de la propiedad inmobiliaria, y quizá incluso de los títulos de renta fija, en relación con sus respectivos fundamentos. Por lo tanto, ignoramos hasta dónde podrían llegar los precios en respuesta a perturbaciones, e ignoramos también en qué medida esos movimientos de los precios tendrían efectos sistémicos negativos.

Otro motivo de inquietud es que el proceso de transformación financiera ha ido

acompañado de un grado intenso, y cada vez mayor, de competencia, que ha supuesto para los participantes una preocupación creciente por el rendimiento. Ahora bien, aunque en principio la consiguiente presión a la baja sobre los márgenes de beneficio sea buena, ¿no podría ocurrir que llegase demasiado lejos?. Es verdad que consideramos beneficioso el proceso competitivo schumpeteriano de "destrucción creadora" en el sector de las empresas no financieras. Pero no está claro que el proceso competitivo funcione, o pueda funcionar, de la misma manera en el sector financiero. En este sector -que es, naturalmente, donde se ubica el sistema de pagos-, el fallo de una sola institución de gran tamaño puede tener repercusiones adversas sobre el sistema entero. Estas consideraciones en torno a los márgenes de beneficio parecen ser de especial relevancia en una situación en la que han aparecido muchos instrumentos nuevos y complejos cuyas características de riesgo pueden ser difíciles de calibrar con exactitud. La mayoría de esos nuevos instrumentos brindan notables oportunidades de cobertura para los participantes en el mercado tomados uno por uno; pero ¿y si, en un momento de tensión, el mercado de estos instrumentos derivados se quedara sin liquidez?. En estas circunstancias, quizá no sea conveniente la reducción de los márgenes, que podría acarrear un grado de fragilidad inusitado. Pero ¿cuál sería, entonces, el grado conveniente de presión competitiva que asegurase la maximización de la eficiencia?.

La internacionalización viene a complicar el problema porque acrecienta el número de riesgos posibles, sobre todo por la expansión de las transacciones entre distintas monedas. Con ello, las posibilidades de error de cálculo -o de simple mala suerte- se multiplican. Dicho de otro modo, la internacionalización y la innovación han reducido la transparencia de las cuentas públicas de las empresas. Es casi seguro que han acrecentado también la magnitud y la velocidad de transmisión de las perturbaciones de una parte del sistema a otra. Pensemos en los nuevos procedimientos de cobertura: presumiblemente reparten el riesgo sobre una base más amplia, pero hay que recordar que no todo el riesgo se elimina del sistema al repartirlo. Y, dadas las complejidades tanto de los nuevos instrumentos como del sistema financiero en general, ¿podemos estar seguros de que todos los agentes aprecian claramente la verdadera magnitud de los riesgos que asumen?.

También el fenómeno de la titularización tiene dos aspectos. De un lado, extrae una parte del riesgo del sistema bancario y lo traslada a los tenedores de títulos. Pero, al mismo tiempo, tiende a sacar de los libros de los bancos los riesgos mejores, que son los de los clientes que pueden conseguir mejores condiciones en los mercados.

Por último, hay que decir que durante gran parte de la década de los ochenta hubo un entorno macroeconómico relativamente favorable. El crecimiento se recuperó y se mantuvo, el único "choque" petrolero fue beneficioso y los tipos de interés tendieron a bajar durante casi todo el período. Por lo tanto, el nuevo sistema financiero que se está configurando no ha sido puesto a prueba en un entorno menos benigno; sobre esta cuestión volveré más adelante.

Sobre el segundo grupo de motivos de preocupación puedo ser más escueto. El período de paridades flotantes ha dado ya varios ejemplos de desajustes importantes y evidentes de los tipos a medio plazo, y en los últimos seis o siete años han aparecido desequilibrios de cuenta corriente persistentes y sustanciales. Las variaciones consiguientes de los activos y pasivos internacionales de cada país podrían agravar, naturalmente, esas amenazas de fragilidad financiera que ya he mencionado. Además, esos desequilibrios podrían traducirse en una mala asignación de recursos y en un clima de incertidumbre poco propicio para la inversión empresarial. Las presiones proteccionistas han estado a la vista de todos.

Sumando mis dos grupos de motivos de preocupación, ¿cuáles serían sus repercusiones para la salud de la economía real? Voy a abordar la respuesta a esta pregunta de la manera más obvia; es decir, volviendo la vista atrás para analizar ciertos aspectos de los resultados económicos de la última década.

II

En el repaso selectivo de las experiencias de los años ochenta que haré a continuación, voy a extraer conclusiones bajo cinco epígrafes principales. En primer lugar, al nivel básico de los resultados económicos globales en el mundo industrializado; hay que decir que el balance ha sido sorprendentemente positivo. Ha habido, entre otras cosas, un fuerte aumento de la inversión empresarial, lo cual en sí mismo parece un indicio de buena salud del sistema financiero. Es verdad que ha habido crisis; pero sus consecuencias o no han sido graves o han sido neutralizadas con prontitud por los poderes públicos, sin que los resultados económicos globales se resintieran seriamente. No se puede decir lo mismo, sin embargo, de los muchos países en vías de desarrollo que se han sobreendeudado. Mi segundo punto de atención se refiere a los desequilibrios de balanza de pagos de los países industrializados, que han sido cuantiosos y sostenidos. Se ha discutido mucho sobre si esos desequilibrios tienen o no gran importancia en el mundo actual, en comparación, por ejemplo, con la época de Bretton Woods; yo me inclino a pensar que la siguen teniendo. En tercer lugar, allí donde han aparecido tensiones en el sistema financiero, han sido, generalmente, resultado de tipos de fallo o error de juicio que yo llamaría "tradicionales" -sobre todo por parte de los prestamistas- más que resultado de la internacionalización o la innovación en sí. En algunos casos, esos comportamientos han estado estrechamente unidos a desajustes de los precios de los activos, sobre todo en el sector inmobiliario. En cuarto lugar, y en línea con lo anterior, los mercados financieros no siempre han desempeñado el papel disciplinario que supuestamente les asigna la liberalización. Y, finalmente, huelga decir que las autoridades no han sido espectadoras pasivas de los acontecimientos. Sus reacciones han adoptado tres formas: gestión inmediata de las crisis, fortalecimiento de la coordinación

de las políticas macroeconómicas y, con un horizonte más largo, refuerzo de la flexibilidad del sistema, por ejemplo en el ámbito de la supervisión financiera.

Empezando por los resultados económicos de la última década, lo más sobresaliente ha sido la prolongada recuperación de la actividad. Esa recuperación ha entrado ya en su octavo año, y por lo tanto es la más larga del período de posguerra. Por este lado parece que no se puede hablar de influencias negativas serias de los acontecimientos sobre el sector financiero.

Quizá piensen ustedes que esa estimación es demasiado optimista. ¿Y la recesión que hubo a comienzos de la década, y que, medida por el desempleo que produjo en el mundo industrializado, fue, con mucho, la más grave del período de posguerra?. A ella hay que sumar, por supuesto, la crisis de la deuda internacional que estalló casi a la vez, y que fue seguida de malos resultados económicos en muchos de los países afectados. Yo, personalmente, añadiría la aparición de grandes desequilibrios en los pagos internacionales a partir de 1982. Voy a comentar cada una de estas cosas por su orden.

Sobre la recesión de 1982, no diré sino que, a mi juicio, fue parte del precio que había que pagar por haber permitido que la inflación campease del modo que lo hizo en los años setenta. No fue, pues, consecuencia de la internacionalización financiera.

La crisis de la deuda de los países en desarrollo que estalló en 1982 tuvo entre sus causas próximas importantes la fuerte elevación de los tipos de interés y el debilitamiento de los mercados de exportación. Pero no fue ésa toda la historia. Gran parte del crédito extendido al mundo en desarrollo durante la década de 1970 había sido imprudente según los criterios tradicionales. La subida de la inflación en todo el mundo significó que los tipos de interés real cayeran, y en muchos casos pasan a ser negativos. En esas circunstancias, el servicio de la deuda llegó a parecer demasiado fácil. Los créditos soberanos se creyeron casi totalmente exentos de riesgo, y de hecho lo que se hizo en muchos casos fue financiar la balanza de pagos sin imponer las correspondientes restricciones a las políticas macroeconómicas. A la hora de financiar proyectos concretos, no se tuvo en cuenta el riesgo transferido implícito en el nivel global de endeudamiento de los países en cuestión.

El resultado no sólo ha sido doloroso para los prestamistas, también los países afectados han perdido las que podrían haber sido adiciones útiles a su potencial de crecimiento a largo plazo. Ahora bien, aunque la internacionalización creciente del sistema financiero generó un clima muy competitivo y optimista, y ciertamente facilitó la gestación de la crisis de la deuda, no se puede decir que fuera su causa fundamental. La innovación de los créditos a interés variable sirvió, sin embargo, para canalizar una grave carga hacia los países endeudados tan pronto como el clima de la política monetaria cambió en 1979. Aun así, sigue en pie el enigma de la falta de sentido comercial demostrada en las decisiones de endeudamiento y crédito que se tomaron. En particular, resulta preocupante, a mi entender, la aparente proclividad del sistema

bancario a cometer errores repetidos en gran escala.

La evolución del sistema financiero internacional ha planteado también otros enigmas, por ejemplo el de los apreciables desajustes cambiarios a medio plazo, o lo que han parecido ser desajustes según todos los criterios habituales de los determinantes fundamentales. Un motivo de preocupación, a la vista de esta clase de movimientos de los cambios reales a medio plazo, es el riesgo de mala asignación de los recursos. Podría suceder que los productores, a la hora de decidir sus inversiones, respondieran a esas señales de precios de formas que en última instancia resultaran no rentables. Curiosamente, sin embargo, la economía "real" parece haberse mantenido, al menos parcialmente, inmune a esos riesgos. De ahí que mientras los mercados financieros mostraban comportamientos a veces bastante extraños, se afirmara en ocasiones que la actividad internacional no financiera estaba desdeñando explícitamente las señales de precios que daban los mercados de divisas. La planificación de las inversiones no se basaba en ellas, sino en lo que se consideraban niveles "más razonables" de los tipos de cambio.

Por otra parte, el temor de que los desajustes de los cambios reales se tradujeran también en desequilibrios de balanza de pagos se ha visto ampliamente justificado por los acontecimientos. El valor real del dólar siguió subiendo en 1983 y 1984, a la vez que la balanza corriente de los Estados Unidos acumulaba un déficit que llegó a unos 100.000 millones de dólares en el segundo de esos años. En este aspecto, fueron los flujos de capital los que arrastraron la evolución de las balanzas corrientes. Pero quizás es aún más sorprendente que hayan persistido déficits muy altos, y que en su mayor parte hayan seguido siendo financiados por flujos de capital privado. A la inversa, Japón y Alemania se han mantenido en una situación de superávit crónico, con lo que los desequilibrios de pagos entre los países más destacados han alcanzado cotas sin precedentes en los últimos ocho años.

La preocupación tradicional, incluso con desequilibrios mucho menores, era la de que, antes o después, se desataran crisis de divisas con desajustes perturbadores para la política y/o los movimientos de los tipos de cambio. De hecho, fue el comportamiento del dólar en los años ochenta lo que indujo a las autoridades a abandonar la actitud, básicamente de *laissez-faire*, que venían manteniendo hacia los mercados de divisas. Al acuerdo del Plaza de 1985, sobre la necesidad de invertir el alza del dólar, siguió en 1987 el acuerdo del Louvre, cuyo propósito inicial era evitar un desbordamiento en el sentido contrario. Y en esta segunda ocasión el compromiso de las autoridades se demostró en un volumen sin precedentes de intervención en los mercados de divisas.

En cierto sentido, no es de extrañar que el déficit estadounidense por cuenta corriente se haya mantenido desde entonces, aun con un nivel muy inferior del tipo de cambio. Hacía tiempo que las estimaciones econométricas venían señalando que la alta cotización del dólar explicaba sólo una parte del déficit, en el que los desequilibrios de ahorro/inversión desempeñaban también un papel importante. En otro sentido, sin

embargo, es desconcertante que un déficit pueda mantenerse durante tanto tiempo, y sea nuevamente financiado desde 1987 por flujos espontáneos de capital privado. Ha habido un consenso general en que para cerrar la brecha habría que ajustar también los equilibrios relativos de ahorro/inversión en las tres economías de mayor tamaño. En particular, hacía tiempo que se venía instando a las autoridades estadounidenses a un ajuste más rápido del déficit presupuestario de la Administración Federal, unido, si fuera posible, a la inversión de la caída del ahorro privado.

Lo enigmático del caso es que, sin haberse cumplido satisfactoriamente esas condiciones, siguiera afluyendo capital privado a los Estados Unidos. Es verdad que durante gran parte del período hubo un diferencial de tipo de interés favorable a los activos denominados en dólares, pero parece como si los inversores hubieran desdeñado el riesgo de cambio correspondiente. ¿Qué fue del papel disciplinario de los mercados de capital liberalizados?. Parte de la respuesta podría ser, claro está, que muchos otros países experimentaron también un deterioro de la situación financiera del sector público durante la década de 1970 y la primera mitad de la de 1980. El *ratio* de deuda del sector público a PNB, por ejemplo, aumentó de forma generalizada, aunque, en contraste con la experiencia más reciente de Japón, en Estados Unidos todavía no se ha logrado reducirlo, mientras que en Alemania más o menos se ha estabilizado, hasta hace muy poco, en cifras relativamente bajas. Es más, en ninguno de esos dos países se estaban introduciendo recortes fiscales "del lado de la oferta" al frente de la consolidación del presupuesto.

También el endeudamiento del sector privado puede repercutir en la balanza de pagos. La caída del ahorro en el sector de las familias de Estados Unidos es un hecho de todos conocido; en el Reino Unido ha sido más espectacular. Allí el presupuesto ha estado recientemente en superávit, pero a la liberalización del sistema financiero nacional la ha acompañado un crecimiento masivo del crédito al consumo. La escalada del gasto resultante ha sido un factor importante en la acumulación de un déficit muy considerable en la balanza de pagos británica durante los dos últimos años.

Estos ejemplos indican que si lo que queremos es calibrar la fragilidad financiera, no debemos limitar nuestra atención a los desequilibrios exteriores, sino atender también a la naturaleza de los correspondientes desequilibrios interiores de ahorro/inversión. Si así lo hacemos, veremos que forman parte de un fenómeno más amplio. Parece que la liberalización y la desregulación han ido unidas en muchos casos a una mayor inclinación de los agentes económicos de todos los sectores a endeudarse, y de los prestamistas a prestar. Los *ratios* de deuda a ingresos han aumentado por doquier en los distintos sectores y en los distintos países. Fenómenos que parecen puramente locales, como la quiebra del mercado de *junk bonds* y el problema de las cajas de ahorros en Estados Unidos, encajan en ese esquema más general. Dicho de otro modo, en la medida en que la fragilidad financiera ha aumentado, al menos en parte ha sido a consecuencia de lo que antes he llamado tipos de error "tradicionales" en la gestión de la industria financiera en general.

Si mi observación de los desequilibrios internacionales desde esta perspectiva es acertada, no parece que pueda unirme sin reservas a los que mantienen que esos desequilibrios carecen de importancia mientras procedan de los efectos de flujos de capital privado y, por lo tanto, se financien autónomamente. Reconozco que en un mundo liberalizado hay que aceptar, y probablemente aplaudir, que los flujos brutos de capital internacional aumenten a medida que las carteras de los inversores se diversifican. Tampoco me inquietaría, en principio, que también aparecieran flujos *netos* mayores, con los consiguientes desequilibrios de balanza corriente. Pero, como he tratado de señalar, lo siguiente que hay que examinar es la calidad de los activos y pasivos resultantes. La reasignación de recursos de ahorro a inversiones más rentables es siempre encomiable. Pero si esos recursos se reasignan de una manera que no permita un servicio adecuado de la deuda, hay razones para preocuparse.

Antes de poner fin a este examen de algunas de nuestras experiencias de la pasada década, debo decir unas palabras sobre el *crack* de los precios de las acciones que hubo en octubre de 1987. Ese acontecimiento espectacular demostró, con toda claridad, tanto la velocidad con que la tecnología actual puede mover los mercados financieros como el grado de internacionalización que éstos han alcanzado. Demostró también que los participantes en los mercados, a pesar de haber financiado desequilibrios exteriores de dimensiones inusitadas, sí se alarmaron cuando pareció que el proceso de ajuste internacional pudiera dar marcha atrás. Una enseñanza importante de esto es que, para evitar un grado indebido de turbulencia en los mercados financieros internacionales, resulta imprescindible un cierto grado de coordinación internacional de las políticas macroeconómicas. Esa fue una lección muy clara de los acontecimientos que desembocaron en los sucesos de octubre de 1987.

A finales de 1987, el Grupo de los Siete respondió reafirmando su compromiso de coordinación de sus políticas. Entretanto, sin embargo, las autoridades de casi todos los países habían ido implantando medidas eficaces de gestión de la crisis, generalmente en la forma tradicional de acción rápida del banco central para suministrar liquidez a los mercados de manera coordinada. La efectividad de esa gestión de la crisis a corto plazo parece haber quedado ya demostrada en varias ocasiones, desde la crisis de Herstatt en adelante. Otras respuestas oficiales a medio plazo parecen también totalmente apropiadas: yo señalaría en particular el fortalecimiento del sistema de vigilancia de la banca internacional (y su proyectada extensión a los mercados de títulos), medidas concretas de actuación en el mercado (por ejemplo, la limitación de la variación diaria permitida de las cotizaciones de las acciones o la modificación de la mecánica de las operaciones informatizadas), los intentos de facilitar la reducción de la deuda de los países más endeudados, y finalmente, el estudio de modos de fortalecer la solidez de los sistemas de pagos. Si combinamos todo esto con una coordinación continua y adecuada de las políticas macroeconómicas, ¿podemos afirmar que se ha hecho todo lo posible para asegurar que las crisis futuras no representen una amenaza sistemática para el sistema financiero internacional?.

III

Yo señalaría inmediatamente que, aun si la respuesta a esa pregunta fuera negativa, nada se solucionaría pretendiendo atrasar el reloj. Hay que aceptar que la internacionalización y la desregulación son irreversibles; y, lo que es más evidente, que también lo son las tecnologías modernas de la informática y las comunicaciones. De hecho, la propia tecnología informática constituye probablemente una razón importante de que ya no sea posible restaurar eficazmente ciertos controles, como no fuera prohibiendo determinados tipos de actividad. Pero, aparte de eso, la confianza del mundo occidental industrializado en los beneficios del sistema de libre mercado viene reafirmandose desde hace ya un decenio, o más. El carácter verdaderamente histórico del hundimiento de los esquemas de planificación de la actividad económica que estamos presenciando no hace sino corroborar esa confianza. Es de suponer, pues, que cualquier iniciativa para volver a regular la actividad de los mercados financieros duraría políticamente muy poco, a menos que los costes de no hacerlo fueran patentemente enormes. Y de los que he dicho hasta aquí se deduce que la experiencia pasada no da pruebas de tal cosa.

Pero no todo acaba ahí: sigue habiendo algunas cuestiones de importancia sin resolver, y con ellas la pregunta de qué actitud deberían adoptar las autoridades al respecto. Una, a la que ya me he referido, es el comportamiento de los precios de los activos financieros. Los datos parecen indicar que una mayor volatilidad de esos precios a corto plazo no resulta apreciablemente perjudicial. En efecto, sabemos que, en ciertos casos, ese riesgo puede ser cubierto; sabemos también que, al menos en los mercados de acciones, una intervención rápida del banco central parece suficiente para detener un corrimiento de los precios. Pero ¿por cuánto tiempo y con qué consecuencias a la larga?. El desajuste a medio plazo, y no sólo de los tipos de cambio, puede ser otra cuestión. A pesar de los datos macroeconómicos a que antes me he referido, a mí me sigue pareciendo insoslayable la preocupación teórica por la posible mala asignación de recursos resultante de esa clase de contradicciones a medio plazo entre los precios de los activos y sus motivaciones fundamentales. En el caso de los desajustes cambiarios, tenemos a la vista el robustecimiento de presiones proteccionistas que pueden ser dañinas. Más directamente significativas para mi tema, sin embargo, son las tensiones que los desajustes en los precios de los activos pueden imponer sobre los balances del propio sector financiero. En este momento, estamos viendo tensiones de esa clase en los sistemas bancarios de Estados Unidos y Japón. En el primero de esos países, son resultado de la corrección de la sobrevaloración anterior de ciertos activos inmobiliarios, y en el segundo, de la sobrevaloración de las acciones en la Bolsa de Tokyo, y, posiblemente, también de la propiedad inmobiliaria.

No les sorprenderá a ustedes que les diga que yo no tengo respuesta terminante para esos problemas. Pero sí querría apuntar que es preciso que entendamos mejor por

qué se producen esos errores de valoración a medio plazo. ¿Van aparejados, por ejemplo, a ciertas innovaciones financieras?. Y, si así fuera, ¿el saberlo permitiría a las autoridades diseñar modos de neutralizar oscilaciones innecesarias de los precios de los activos sin perjuicio de la competitividad y libertad del mercado?.

Una segunda cuestión sin resolver atañe a la evolución de las estructuras de las instituciones bancarias y financieras. En la primera oleada de reacciones a la desregulación, muchos esperaban una tendencia a la aglomeración financiera más allá de sus confines tradicionales, por ejemplo en partes de Europa donde la banca universal tiene una larga historia. Y es verdad que durante algún tiempo se perfiló esa tendencia, en lo referente a la actividad internacional de los bancos, a medida, por ejemplo, que otros bancos empezaban a introducirse en la actividad bursátil, etcétera. Sin embargo, quizás en parte porque las previsiones de crecimiento en esos mercados en los que se entraba se revelaron demasiado optimistas, los resultados decepcionantes han conducido más recientemente a una cierta inversión de la tendencia. Aun así, por el momento no han producido una reducción apreciable de lo que ahora muchos reconocen como un considerable exceso de capacidad en algunas partes del sector financiero.

Ese exceso de capacidad es preocupante desde varios puntos de vista. De hecho, amenaza seguir aumentando a medida que la tecnología haga cada vez más fácil que prestamistas y prestatarios de primera clase prescindan de intermediarios. El exceso de capacidad contribuye, lógicamente, a ese entorno cada vez más competitivo y a esa presión sobre los márgenes de beneficio a los que ya me he referido. Por ello, muchos ven también en el exceso de capacidad una razón importante del llamado "batido" ("*churning*") a corto plazo que estamos viendo en los mercados financieros: la generación de transacciones que no son materialmente necesarias, pero que pueden dar, claro está, ingresos por servicios. Ese fenómeno proporciona también a las instituciones financieras unos intereses creados en la volatilidad de los precios de los activos, y contribuye a acrecentar esa tendencia más general que se conoce por el nombre de "corto-placismo" ("*short-termism*").

El problema para las autoridades está en descubrir cómo se puede reducir el tamaño del sector financiero sin incurrir en riesgos graves para el sistema. O bien, si la reducción se produce a través de adquisiciones y fusiones, cómo evitar una concentración indebida de la industria y mantener un grado suficiente de competencia.

La tercera y última cuestión, a más largo plazo, que queda por resolver plenamente se refiere a la reacción de las autoridades de supervisión frente a la internacionalización financiera. Como ustedes saben, en el sistema bancario se ha dado un paso muy importante con la firma del llamado acuerdo de Basilea sobre coeficientes de capital exigibles a los bancos. Lo que queda por completar es la imprescindible coordinación de la vigilancia de la banca y la industria de valores a nivel internacional. En esto se han dado los primeros pasos y, una vez más, la supervisión deberá ser coordinada a escala mundial, y ser consonante con la establecida para el sector bancario.

De no ser así, las empresas que ofrecen un amplio abanico de servicios financieros podrían verse sometidas a requisitos prudenciales incongruentes o confusos.

Todas estas cuestiones son, quizás, a medio plazo. Otra que podría exigir atención más urgente es la de la solidez del sistema financiero internacionalizado frente a una recesión, particularmente frente a una recesión con presiones inflacionarias y altos tipos de interés. Desde la perspectiva del tema que hoy estoy tratando, lo más importante de una recesión es que reduce la capacidad de los deudores para servir sus deudas. Y, como ya he señalado, el endeudamiento se encuentra hoy en niveles históricamente elevados a lo largo de un amplio espectro tanto de países como de sectores. Es obvio que los tipos de interés altos dificultan también el servicio de la deuda, aunque lo normal sería esperar que en una recesión descienda también la demanda de crédito y, con ello, se produzca cierta compensación por la vía de unos tipos de interés más bajos. Pero si los niveles de los tipos a largo plazo se mantuvieran, o se elevaran incluso, por factores de expectativas -en cuanto distintos de un gasto intensivo inmediato en bienes de capital- esa compensación no se produciría.

Algo así puede estar ocurriendo hoy día en la coyuntura internacional. Pienso no sólo en los temores suscitados por la situación altamente imprevisible que rodea a los suministros y precios del petróleo, sino también en los efectos de la reconstrucción proyectada en el centro y Este de Europa, así como en la Unión Soviética. Ahí hay expectativas fuertes -y sin duda fundadas- de que la demanda de capital aumente enormemente en algún momento futuro. Parece, sin embargo, como si los tipos de interés hubieran subido por delante de la posible demanda de recursos financieros y reales. De hecho, si la demanda de recursos reales fuera ya "efectiva", es claro que sería una justificación real para elevar los tipos de interés a largo plazo, así como un colchón antirrecesivo.

Otras influencias vienen operando en un sentido semejante; por ejemplo, el deterioro de la situación presupuestaria en Estados Unidos, que es producto no sólo de una desaceleración de la economía, sino también del desastre de las cajas de ahorros dentro del propio sector financiero. La tremenda caída de la Bolsa de Tokyo también está planteando dificultades a los bancos japoneses en sus intentos de cumplir los nuevos estándares de capital internacionales. Su reacción ha sido, naturalmente, reducir el activo de sus balances; contraer, en suma, la oferta de crédito. Esa tendencia no hará sino aumentar si también los precios de la propiedad inmobiliaria en el Japón vuelven a alinearse con sus datos fundamentales.

Las repercusiones internacionales de esto pueden ser profundas, máxime porque el flujo del ahorro excedente de Alemania Occidental se está desviando ahora hacia el Este. Y no sólo eso, sino que la participación de los bancos japoneses en el mercado internacional ha aumentado en los últimos años en una medida de la que quizá no tenemos plena conciencia. Permítanme darles rápidamente algunas cifras. En los cinco años transcurridos de 1983 a 1988, los derechos internacionales totales de los bancos

japoneses casi se cuatuplicaron: de unos 450 miles de millones de dólares a 1.750 miles de millones de dólares. Esta expansión representa más de la mitad del crecimiento total de la actividad bancaria internacional durante el mismo período. La parte japonesa en el total de derechos pendientes de la banca internacional se elevó, correspondientemente, de un 21% a un 38%, y se ha mantenido en torno a ese nivel al menos durante los primeros meses de este año. Puesto que también los bancos estadounidenses están intentando reducir sus operaciones, en respuesta a los efectos de la depreciación de la propiedad inmobiliaria en Estados Unidos, quizá no sea exagerado decir que corremos el riesgo de una escasez de crédito internacional y -dependiendo sólo en parte de lo que pase con los precios del petróleo- de una recesión inflacionaria estanflación.

¿Cuál debería ser la reacción de la política monetaria a un riesgo semejante?. Hay una respuesta vinculada particularmente al nombre del economista de Harvard Benjamin Friedman. La tesis de Friedman es que la fragilidad financiera es tal que, por lo menos en Estados Unidos, las autoridades no tendrían más opción que la de combatir la mitad recesiva de una recesión inflacionaria, en lugar de combatir la inflación. De otro modo, la amenaza de perturbaciones graves que desbordaran el ámbito del sector financiero sería demasiado grande.

Yo no lo veo así. Reconozco el riesgo, por supuesto: ha sido el tema central de mi comentario. Pero me parece que el único riesgo que los bancos centrales *no pueden renunciar a correr* es el de sostener sus tipos de interés frente a las presiones inflacionistas. No hacerlo podría ser, en cualquier caso, sólo un paliativo a corto plazo: nótese que una de las causas importantes de la fragilidad financiera fue precisamente la "niebla" creada por un clima inflacionista que contribuyó a inducir niveles no realistas en los precios de los activos y préstamos imprudentes. Incluso a corto plazo, en un ambiente inflacionista, los intentos de reducir los tipos de interés a corto podrían tener efectos sólo modestos -y aun contraproducentes- sobre los tipos a largo, y por lo tanto sobre los precios de los activos financieros. Y lo que es más fundamental no cabe duda de que hemos aprendido que los costes de corregir un brote serio de inflación son muy altos y, de un modo u otro, acabarían desembocando seguramente en otra recesión como la de 1982. A esto hay que añadir que cualquier intento de "pagar" los errores pasados con inflación sería, con toda probabilidad, intrínsecamente injusto, y tendería a repartir la carga de manera bastante arbitraria.

Todo esto forma parte de un problema perenne de los bancos centrales. Continuamente se está esperando que un solo instrumento, la política monetaria, logre al mismo tiempo varios objetivos que suelen ser incompatibles. Pero la realidad es que la política monetaria no puede conseguir simultáneamente inflación baja, tipos de cambio estables, protección frente a los peligros de la recesión y estabilidad general de los mercados financieros. A más largo plazo, sin embargo, sí puede crear un ambiente no inflacionista, algo que -también a más largo plazo- puede contribuir al logro de esos otros objetivos deseables. Pero a corto plazo no debe haber concesiones en su orientación antiinflacionista.

Esto implica que para alcanzar en poco tiempo los restantes objetivos deseables se necesitan otros instrumentos. Yo estimo, asimismo, que debemos distinguir claramente entre las actuaciones que son necesarias para hacer frente a la fragilidad financiera que ya se ha acumulado y las medidas que se requieren para evitar que el problema se repita en el futuro. En el primer apartado, tenemos que afrontar sin rodeos la tarea de distribuir el coste inevitable de los errores pasados de la manera más "equitativa" que sea posible, intentando a la vez minimizar las implicaciones de "riesgo moral" que eso pueda llevar aparejadas para el futuro. En el segundo, está claro que tenemos que abordar urgentemente la cuestión de cómo gestionar un mundo financieramente integrado. Es obvio que, en este aspecto, la cooperación y coordinación internacionales serán cada día más importantes, sobre todo en lo que se refiere al seguimiento y vigilancia de la industria financiera, pero también en los ámbitos de la política macroeconómica y la gestión del sistema de cambios. Hay aquí un programa muy apretado que puede dar trabajo a los responsables políticos durante bastante tiempo.

GRAFICO DEL MES

EL GRAFICO DEL MES

NIVEL DE APERTURA DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Uno de los hechos más significativos en la evolución de la economía española, a partir de la primera crisis petrolífera, que en España no fue perceptible hasta 1.975, ha sido su gran apertura hacia el exterior, como lo prueba el hecho contundente de que si al conjunto de operaciones externas en bienes y servicios se añaden los movimientos de capitales a largo plazo, el grado de apertura resultante, en términos de PIB, pasó del 35.8% en 1.975 al 56% en 1.984, cuota que avanza más moderadamente en la etapa expansiva de la economía española, para situarse en 1.989 en el 57.8% después de haber perdido incidencia en alguno de los años intermedios.

Hay que hacer constar que el cuadro elaborado y su correspondiente gráfico, no recogen todas las operaciones con el exterior, en la medida que no figuran ni las transferencias corrientes, ni los movimientos de capital a corto plazo. Se entiende que lo más representativo en el ámbito de la apertura económica con el exterior, son las operaciones en bienes y servicios y los movimientos de capital a largo plazo.

Puede decirse que en la apertura exterior de la economía española, posterior a 1.975, se distinguen dos etapas muy bien diferenciadas que comprenden los períodos 1.975-1.984 y 1.984-1.989. Sus características fundamentales fueron las siguientes:

- a) En el periodo 1.975 a 1.984, la mayor apertura tuvo lugar a través de la balanza de bienes y servicios que de una participación respecto al PIB de cada año, del 30.9% en 1.975, se avanzó hasta el 45.1% en 1.984. Diferencia de 14.2 puntos porcentuales que expresa muy claramente, el profundo cambio estructural que ello comporta.

- b) La apertura al exterior en el periodo 1.975-1.984, en contra de lo que pudiera creerse, fue más intensa desde el lado exportador que avanzó en 10.2 puntos porcentuales del PIB, que por el lado importador que lo hizo en sólo 4 puntos porcentuales. Tal circunstancia hizo posible que la balanza por cuenta corriente se cerrara en 1.984 con superávit por 327.622 millones de pesetas (1.980 millones de dólares) equivalente al 1.4% del PIB, frente a la situación deficitaria de 1.975, por 3.098 millones de dólares (3% del PIB de 1.975).
- c) El mayor volumen importador había tenido lugar en 1.974 y 1.975, como consecuencia del alza del precio del petróleo. La importación en bienes y servicios en 1.973 suponía sólo el 15.4% del PIB, tasa que se elevó al 19.2% en 1.974, para descender al 17.4% en 1.975. La exportación de bienes y servicios creció en cuanto a su participación en el PIB, especialmente como consecuencia del turismo exterior. Aunque la exportación de mercancías también había ganado mucho terreno al situarse en 1.984 en el 14.5% del PIB frente al 7.4% computado en 1.975.
- d) La expansión de los movimientos de capital a largo plazo en el periodo 1.975-1.984 había progresado significativamente al pasar del 4.9% del PIB en 1.975 al 10.9% en 1.984. Ganancia de 6 puntos porcentuales que equivale a aumento de dos tercios de punto por año. Pero lo más significativo de este dato es que fueron los ingresos, procedentes de inversiones extranjeras, los que se doblaron en términos de PIB en el citado periodo.
- e) En la etapa 1.984-1.989, a pesar de lo que pudiera creerse, la apertura externa española en bienes y servicios no se incrementó sino que se redujo en 6.1 puntos porcentuales del PIB. Las importaciones, en términos de PIB, se mantuvieron en términos relativos, pero fueron las exportaciones españolas quienes perdieron

peso de forma significativa al pasar del 23.7 al 17.9% del PIB, entre 1.984 y 1.989. Pérdida de 5.8 puntos porcentuales, que supone un gran retraso, que explica porqué la balanza corriente española ha pasado a ser deficitaria en 1.989 en el 2.7% del PIB.

El sostenimiento de la participación relativa de las importaciones a pesar del intenso crecimiento real de las mismas, en el periodo 1.984-1.989, ha sido consecuencia del descenso de los precios en pesetas de los bienes importados, que entre 1.985 y 1.989 bajaron el 18.9%.

La caída de los ingresos por turismo extranjero, asociada a la debilidad en la exportación de mercancías explica la pérdida relativa que muestran los datos del gráfico.

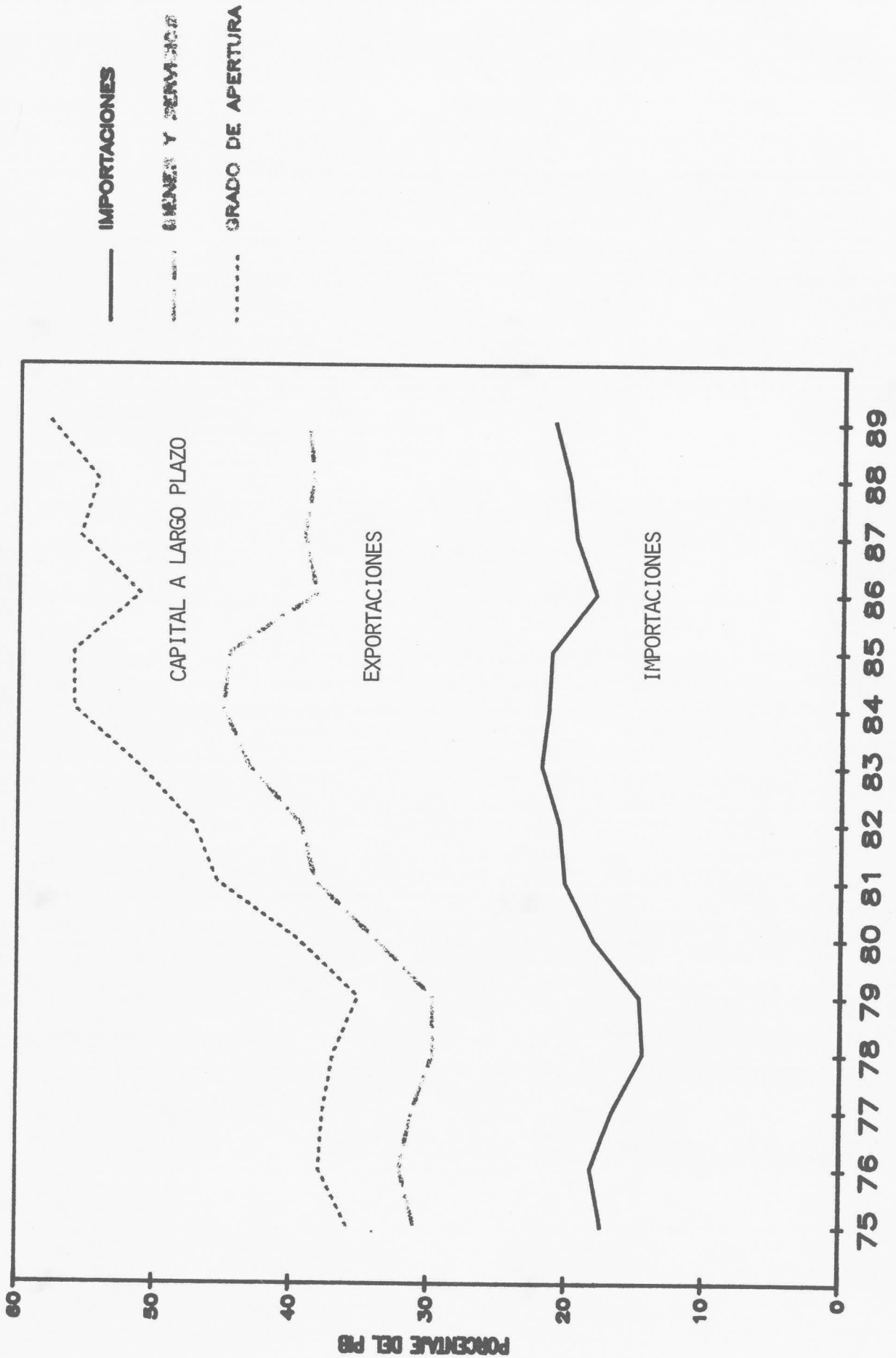
- f) El movimiento de capitales a largo plazo, ganó participación en el PIB entre 1.984 y 1.989, equivalente a 7.9 puntos porcentuales. Como los ingresos por este concepto avanzaron desde el 6.5 al 11.7% (5.2 puntos porcentuales del PIB) mientras que los pagos lo hicieron desde el 4.4 al 7.1% (2.7 puntos porcentuales de PIB) la financiación del déficit corriente de la balanza de pagos española no tuvo problemas. Ni siquiera desde la vertiente de los pagos por intereses, en la medida que el mayor volumen de entradas de capital a largo lo fue en forma de inversiones directas e inmuebles, cuyas rentas, en general, vuelven a reinvertirse en España.

Una enseñanza que se desprende del gráfico del mes es la necesidad imperiosa que tiene la economía española de aumentar sus ingresos por la venta al exterior de bienes y servicios. Recuperar la balanza turística y fomentar la exportación de mercancías, lo que requiere una mayor competitividad española, parece condición indispensable para que sea viable el crecimiento suficiente y sostenido que España necesita para lograr la máxima convergencia europea y limitar la tasa de paro de su población activa.

NIVEL DE APERTURA DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA
(Porcentaje s/PIB)

	<u>BIENES Y SERVICIOS</u>			<u>BALANZA CAPITALES A LARGO</u>			<u>GRADO DE APERTURA (% PIB)</u>
	<u>IMPOR-TACION</u>	<u>EXPOR-TACION</u>	<u>SUMA</u>	<u>INGRESOS</u>	<u>PAGOS</u>	<u>SUMA</u>	
1.975	17.4	13.5	30.9	3.3	1.6	4.9	35.8
1.976	18.2	13.8	32.0	3.9	2.0	5.9	37.9
1.977	16.6	14.5	31.1	4.5	2.0	6.5	37.6
1.978	14.4	15.2	29.6	4.2	3.1	7.3	36.9
1.979	14.7	15.0	29.7	3.5	1.9	5.4	35.1
1.980	18.1	15.8	33.9	3.8	1.9	5.7	39.6
1.981	20.2	18.1	38.3	4.7	2.4	7.1	45.4
1.982	20.6	18.8	39.4	4.4	3.4	7.8	47.2
1.983	21.9	21.3	43.2	5.0	3.0	8.0	51.2
1.984	21.4	23.7	45.1	6.5	4.4	10.9	56.0
1.985	21.2	23.4	44.6	4.9	6.5	11.4	56.0
1.986	18.0	20.3	38.3	5.7	7.2	12.9	51.2
1.987	19.5	19.7	39.2	9.7	6.7	16.4	55.6
1.988	20.0	18.6	38.6	9.4	6.3	15.7	54.3
1.989	21.1	17.9	39.0	11.7	7.1	18.8	57.8

NIVEL DE APERTURA DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA (PORCENTAJE DEL PIB.)



INSTANTANEA ECONOMICA

INSTANTANEA ECONOMICA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA. NUM 44 y 45. NOVIEMBRE y DICIEMBRE 1.990

EVOLUCION DEL IPC POR COMUNIDADES AUTONOMAS

	<u>1.976/1.983</u>		<u>1.983/1.989</u>		<u>ACUMULADO 1.976/1.989</u>		<u>NOVIEMBRE 1.990</u>	
	<u>% varia- ción</u>	<u>Tasa anual</u>	<u>% varia- ción</u>	<u>Tasa anual</u>	<u>% varia- ción</u>	<u>Tasa anual</u>	<u>Indice</u>	<u>% sobre noviembre 1.989</u>
ANDALUCIA	198.2	16.9	53.4	7.4	357.4	12.4	168.1	7.3
ARAGON.	200.5	17.0	52.2	7.3	357.4	12.4	167.4	7.0
ASTURIAS.	216.3	17.9	50.8	7.1	377.0	12.8	164.9	6.7
BALEARES.	195.8	16.8	52.3	7.3	350.5	12.3	165.4	6.4
CANARIAS.	214.8	17.8	46.0	6.5	359.6	12.4	157.8	5.4
CANTABRIA	189.3	16.4	50.4	7.0	335.1	11.9	162.5	6.0
CASTILLA-LA MANCHA. . .	202.4	17.1	48.9	6.9	350.3	12.3	162.7	6.5
CASTILLA Y LEON	203.2	17.2	51.5	7.2	359.3	12.4	165.5	6.6
CATALUÑA.	188.2	16.3	55.1	7.6	347.0	12.2	171.9	7.4
COMUNIDAD VALENCIANA. .	198.6	16.9	56.6	7.8	367.6	12.6	170.7	6.4
EXTREMADURA	193.6	16.6	51.0	7.1	343.3	12.1	163.1	5.5
GALICIA	192.6	16.6	55.4	7.6	354.7	12.4	168.4	5.6
MADRID.	196.2	16.8	53.6	7.4	355.0	12.4	167.3	6.3
MURCIA.	197.1	16.8	53.6	7.4	356.3	12.4	168.5	7.1
NAVARRA	201.7	17.1	52.4	7.3	359.8	12.5	167.4	7.7
PAIS VASCO.	196.7	16.8	57.7	7.9	367.9	12.6	171.6	6.6
RIOJA (LA).	197.5	16.9	60.2	8.2	376.6	12.8	176.5	7.7
TOTAL	193.1	16.6	53.8	7.4	350.8	12.3	168.2	6.7

Fuente: Indice de Precios de Consumo (IPC). Instituto Nacional de Estadística.

COMENTARIO: El Índice de Precios de Consumo (IPC) que elabora y publica el Instituto Nacional de Estadística, se ha convertido en la estadística líder de la economía española, en la medida que su seguimiento constituye cada mes una auténtica preocupación nacional a la altura del día catorce en que habitualmente suelen difundirse los resultados correspondientes al mes precedente.

El grado de fiabilidad alcanzado por esta información estadística es excepcionalmente alto. Aunque como toda obra humana sea perfectible, quienes utilizan esta información en sus análisis económicos, saben muy bien que es difícilmente mejorable y que es homologable frente a los índices de precios de consumo que se elaboran en el resto de países desarrollados. De ahí que cualquier análisis comparativo tiene la garantía - cosa que no ocurre siempre con otras estadísticas - de contar con la gran fiabilidad de los datos básicos utilizados.

Un aspecto desconocido, en este campo de los precios de consumo, es el nivel relativo de precios existente en cada una de las Comunidades Autónomas españolas. Desde que se inició la serie vigente del IPC, base 1.983, el Instituto Nacional de Estadística ha publicado su evolución en las distintas Comunidades Autónomas Españolas. Pero los índices espaciales parten siempre de valor 100 para el IPC de todas las comunidades en el año base 1.983. Se desconoce por tanto, cual es el nivel relativo de precios de cada comunidad respecto a la media nacional. Un dato fundamental e imprescindible para evaluar a partir de las estadísticas de consumo privado o de renta familiar disponible, cuál es el nivel de vida relativo de la población residente en cada Comunidad Autónoma.

EUROSTAT y la Oficina Estadística de la OCDE, elaboran para los distintos países que integran sus áreas respectivas, un índice de poder de compra (SPA) que obtenido a partir de una cesta de compra homogénea y de los tipos de cambio de las monedas de cada país, permite establecer un índice de precios relativo que, entre otras aplicaciones, permite evaluar el nivel de convergencia económica de cada país miembro de la CEE. Teniendo en cuenta que el INE está levantando la Encuesta de Presupuestos Familiares, correspondiente a 1.990, es evidente que va a disponer de información de precios en las distintas provincias y comunidades, lo que permitiría elaborar un índice relativo de precios, para cada área geográfica que hiciera posible comparaciones de nivel de vida entre provincias, regiones o comunidades. En la tabla precedente se han calculado las variaciones de los precios de consumo (IPC) para los períodos 1.976/1.983 y 1.983/1.989, a partir de los índices elaborados por el INE. Para el período 1.976/1.983, el INE publicó el IPC de las capitales de provincia. Partiendo del supuesto de que el IPC de las capitales de provincia era representativo del total provincial, se han elaborado los índices medios de las actuales Comunidades Autónomas, ponderando las provincias según su población en el conjunto de la comunidad, cuando no se trate de comunidades uniprovinciales, en cuyo caso, el índice utilizado es el de la capital.

Para el período 1.983/1.989 se han utilizado los índices publicados por el INE por comunidades. Por último, figuran los datos del IPC, correspondientes a octubre de 1.990 y las tasas de variación correspondientes a los doce meses precedentes (octubre 1.989 a octubre 1.990).

Del análisis de los resultados que figuran en dicha tabla, se deducen las siguientes reflexiones:

- 1.- El primer hecho que destaca al analizar la evolución del IPC por Comunidades Autónomas a lo largo del periodo 1.976/1.989 (trece años) es la gran uniformidad en su evolución. La media del periodo registró crecimiento acumulativo anual del 12.3%. Las comunidades en las que el IPC tuvo mayor crecimiento (Asturias y La Rioja) su tasa media de crecimiento anual fue del 12.8% y la de menor crecimiento (Cantabria) registró tasa anual acumulativa del 11.9%.
- 2.- La reducida discrepancia observada por la evolución del IPC entre las Comunidades Autónomas, permite dos reflexiones. En primer lugar, viene a confirmar la bondad del IPC general, en la medida que no se producen alteraciones que serían de difícil explicación, ya que se trata de un mercado libre con moneda única. Una segunda reflexión sería la confirmación de que si existieran diferencias relativas importantes en el nivel de precios de cada comunidad, tales diferencias permanecerían constantes a través del tiempo, en la medida que no se detectan variaciones significativas que lo hubieran alterado.
- 3.- En el periodo 1.976/1.983, en el que el IPC de las actuales comunidades se ha estimado a partir del IPC en las capitales de provincia, su crecimiento fue muy intenso al situarse en tasa media anual del 16.6%. A pesar de tan elevada tasa de crecimiento de los precios, las variaciones entre los espacios que hoy representan las Comunidades Autónomas, se limitaron a un máximo del 17.9% en Asturias a un mínimo del 16.3% en Cataluña. Diferencia exigua que confirma la constante histórica en cuanto a variación de los precios entre las distintas regiones españolas.
- 4.- En el periodo 1.983/1.989, del que ya se disponen de índices por comunidades, elaborados por el INE, la tasa media de crecimiento anual del IPC se redujo al 7.4%. En dicho periodo las diferencias relativas van del 8.2% de La Rioja al 6.5% de Canarias. Aunque la diferencia entre estas comunidades es importante, la realidad es que catorce de las diecisiete comunidades tuvieron variaciones del IPC comprendidas entre el 7 y el 7.9%.
- 5.- En el último año (periodo noviembre 1.989 a noviembre de 1.990) se registraron variaciones más acusadas que van del 7.7% de La Rioja al 5.4% de Canarias. Diferencia considerable que rompe la tendencia igualitaria en cuanto al crecimiento del IPC en las Comunidades Autónomas. El menor crecimiento del IPC en Canarias, puede enmarcarse en el hecho contrastado de la mayor correlación de la economía de canaria respecto a la CEE, que como se sabe, registra crecimiento del IPC inferior a la media española. Pero existen comunidades peninsulares con incrementos del IPC menores como Extremadura y Galicia, frente a otros más crecientes como La Rioja, Cataluña y Andalucía.

LOS LIBROS DEL MES

- . LA CUESTIÓN COLONIAL Y LA ECONOMÍA CLÁSICA, DE CARLOS RODRÍGUEZ BRAUN
FRANCISCO CABRILLO
- . UNITY WITH DIVERSITY IN THE EUROPEAN ECONOMIE, DE BRAGA Y BLISS
JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO
- . COMENTARIOS A LA LEY GENERAL DE COOPERATIVAS, DE PAZ CANALEJO Y V. CHULIÁ
ANTONIO DE LA FUENTE GARCÍA
- . ANUARIO DEL MERCADO ESPAÑOL, 1990. BANESTO
JOSÉ LUIS BARBA

. NOTICIAS DE LIBROS

- . JULIO SEGURA, PREMIO REY JUAN CARLOS DE ECONOMÍA 1990
PAULINA BEATO

Carlos Rodríguez Braun, *La cuestión colonial y la economía clásica*.
Madrid: Alianza Editorial, 1989. 232 págs.

La expansión del imperio británico a lo largo del siglo pasado, fue estudiada detenidamente por los economistas. No se trataba sólo de decir qué forma de colonización podría resultar más conveniente. La cuestión de fondo era mucho más importante: había que determinar si en un mundo que se industrializaba rápidamente y se abría al comercio internacional tenía algún sentido la existencia de colonias. La respuesta que los economistas dieron a esta pregunta no fue unánime. ciertamente los librecambistas radicales de la escuela de Manchester eran totalmente contrarios al mantenimiento de las colonias, que consideraban un anacronismo en un mundo en el que el libre comercio internacional permitía expandir la paz y la prosperidad por todo el planeta. Pero la postura de otros economistas era mucho menos clara, limitándose, con frecuencia, a una condena del imperialismo mercantilista, pero aceptando un imperio liberal que extendiera las luces europeas, sobre todo las británicas, a los países a los que Dios no había tenido la bondad de favorecer inicialmente con la civilización inglesa.

sobre estas polémicas, el profesor Rodríguez Braun, especialista en la historia de las doctrinas económicas, ha escrito un libro excelente. Su obra permite al lector tomar contacto con las ideas que sobre la cuestión colonial defendieron los economistas de la escuela clásica inglesa, desde Adam Smith a Karl Marx. La tesis principal que en ella se defiende es que aunque los clásicos socavaron los cimientos de la doctrina mercantilista, ninguno propuso la emancipación unilateral de colonia alguna. Ni si quiera Bentham, que en algún momento de su vida fue un antiimperialista convencido, mantuvo constante esta postura. Su preocupación por lograr unas instituciones justas y eficientes, a partir de la reforma de la legislación inglesa, prevalecieron, al final, sobre el radicalismo anticolonialista inicial. En otras palabras, la independencia de las colonias no formó parte del programa de reformas defendido por estos economistas.

Más llamativo aún es el caso de Marx, quien, durante muchos años, ha sido considerado por los seguidores de sus ideas como un intelectual comprometido firmemente con la causa de la emancipación de los territorios colonizados. Esto encaja bien, sin duda, en la hagiografía marxista. Pero, nos guste o no, es falso. La postura de Marx y Engels con respecto a las colonias al igual, no lo olvidemos, que frente a la cuestión de las pequeñas nacionalidades oprimidas-cambió mucho a lo largo del tiempo, y es prácticamente imposible hablar de "una" teoría marxiana del imperialismo. Para entender esto basta tener en mente una idea fundamental. Para el autor de *El Capital*, lo importante era el avance hacia el socialismo. Y, en su opinión, la revolución no tendría lugar en los territorios del imperio, sino en los países más avanzados encabezados

por Inglaterra. La cuestión de las colonias le preocupaban ciertamente, pero no por el bienestar de sus habitantes, si no por la influencia que su existencia y desarrollo podría tener en las metrópolis y, más concretamente en el comportamiento de las clases trabajadoras de éstas. Lo que hoy se conoce como teoría marxista de la explotación del tercer mundo tiene muy poco que ver con lo que pensaba el propio Marx.

Rodríguez Braun conoce muy bien el tema que desarrolla. Su trabajo se basa en un serio aparato bibliográfico y en una larga investigación que, en algunos casos, incluye el manejo de manuscritos no publicados. Uno de ellos, el texto de Bentham "Libraos de Ultramar", se refiere específicamente a las colonias españolas lo que contribuye a que este libro no sólo sea interesante para el estudio de las ideas de los economistas con respecto al imperialismo, sino también para el conocimiento de una de las páginas más importantes de nuestro propio pasado: la independencia del mundo hispanoamericano.

La posesión de colonias siempre a despertado un sentimiento de complacencia nacionalista, aún en los casos de críticos de la expansión imperialista. El propio Gladstone, por ejemplo, aunque manifestaba tener serias dudas sobre el buen funcionamiento de la administración colonial británica, reconoció una vez en el parlamento lo mucho que le gustaba mirar en un mapa del mundo las posesiones de Inglaterra. Pero, con gran frecuencia, sucede en la historia que no son la voces más matizadas del pasado las que llegan hasta nosotros. Seguramente no ha habido un grito más representativo del supuesto antiimperialismo decidido de los economistas clásicos que el título de un famoso escrito de Jerey Bentham: "Emancipad vuestras colonias", pero tras la lectura del libro del profesor Rodríguez Braun, y tras ver en el como el propio reformador utilitarista modificaba su opinión y como otros economistas mantenían posturas ambiguas en esta cuestión, convendrá, seguramente, ir abandonando la idea del radicalismo anticolonialista y pensar que la posición de los clásicos quedaría mejor definida como un prudente escepticismo con respecto a su conveniencia.

Francisco Cabrillo

Unity with Diversity in the European Economy. The Community's Southern Frontier

Braga de Macedo, Jorge, y Bliss, Christopher
Cambridge, 1990, Cambridge University Press, -Center for Economic Policy Research-, 368 pgs.

La Comunidad Económica Europea está hoy sometida a una tensión dialéctica que no resulta en absoluto nueva: ampliación territorial frente a profundización en el proceso de integración. Ocurrió tras la primera ampliación en los años 70 y es el rasgo distintivo de la segunda ampliación tras el ingreso de Grecia, Portugal y España en los 80. La incorporación de estos tres países sureños ha traído consigo un considerable aumento de las divergencias en grados de desarrollo dentro del espacio comunitario. Pese a ello, la Comisión viene impulsando desde 1985 el intenso y exigente programa de construcción del Mercado Único. Este proceso ha venido a complicarse al final de la década con la explosión de cambios ocurridos en la Europa del Este

La presente obra, editada por J. Braga de Macedo y C. Bliss y presentada por M. Emerson y R. Portes, trata de arrojar luz sobre esta dialéctica ampliación-integración. ¿Podrán las relativamente débiles economías de la periferia europea resistir el doble "shock" de la incorporación y la creación del Mercado Interior? ¿Existen riesgos de depresión, como ocurriera en el Mezzogiorno tras la unificación italiana? ¿Cabe pensar, por el contrario, que se acelerará su modernización? ¿Apuntan los principios de la lógica económica a un resultado predeterminado? ¿Cuáles son, en caso contrario, las condiciones que garantizan en mayor medida el éxito? ¿Qué responsabilidades deberían asumir las autoridades

nacionales y comunitarias en el proceso? Este libro es un esfuerzo integrado que trata de explorar en sus diversas facetas las posibles respuestas a esta serie de interrogantes fundamentales a través de una decena de trabajos.

Tras un artículo introductorio que firman los editores del libro, Christopher Bliss examina los obstáculos teóricos y prácticos a los que se enfrentan las políticas y las instituciones comunitarias para estimular la inversión y el crecimiento en las regiones más pobres. A continuación, Paul Krugman y Anthony Venables analizan los ambiguos efectos de la incorporación a la CEE y la liberalización comercial sobre el output y el empleo de las regiones periféricas. Alasdair Smith estudia -con la ayuda del modelo Smith-Venables de equilibrio parcial con economías de escala y competencia imperfecta- los efectos de la ampliación, el Mercado Interior y la política comercial sobre el sector manufacturero más importante de la CEE: el sector del automóvil. Cierran el primer bloque de trabajos dos artículos de orientación macroeconómica. En el primero, William Branson examina las restricciones impuestas a las políticas macroeconómicas nacionales por la rápida integración monetaria y financiera, así como sus implicaciones para las instituciones fiscales comunitarias. Por su parte, Paul Krugman ofrece en su artículo una guía para analizar los dilemas de política macroeconómica a los que se enfrentan los nuevos miembros de la Comunidad.

El segundo bloque de trabajos lo integran tres estudios dedicados a analizar las oportunidades y los retos a los que se enfrentan las economías de Grecia (Louka Katseli), España (José Viñals et al.) y Portugal (Jorge Braga de Macedo). Los tres artículos constituyen una síntesis de un vasto conjunto de trabajos de investigación coordinados por los autores. La heterogeneidad de estos tres casos permite extraer tan sólo un denominador común: las opciones abiertas a las economías nacionales quedan limitadas

pero no completamente anuladas por la integración comunitaria. Completa el libro un artículo de Dani Rodrik, en el que analiza el impacto de la integración sobre la tendencia de las economías del sur de Europa, altamente politizadas, a la laxitud presupuestaria de los agentes económicos, laxitud derivada de la posibilidad de trasladar "ex post" las consecuencias de sus errores al presupuesto del sector público.

Los capítulos de esta importante obra contemplan la dialéctica ampliación-integración desde una rica variedad de perspectivas. Los cambios que aguardan a las economías del sur de Europa van a ser grandes, complejos y raramente uniformes. Este libro constituye el intento más riguroso y comprehensivo realizado hasta el momento para describir y analizar las implicaciones de este proceso.

COMENTARIOS A LA LEY GENERAL DE COOPERATIVAS, por Paz Canalejo, N. y Vicent Chuliá, F. Editorial Revista de Derecho Privado; Vol. I, Madrid, 1989; Vol. II, Madrid, 1990.

Es ésta una obra importante en la bibliografía en lengua castellana pues, ni en nuestro país, ni en los hispanoamericanos, se ha publicado hasta ahora un Tratado que incluya Derecho Comparado de siete Estados, concordancias con todas las normas de rango legal sobre Cooperativas vigentes en España (incluidas las de las cinco Comunidades Autónomas, con capacidad para legislar en esta materia), abundantes aportaciones doctrinales, datos jurisprudenciales y una comparación con el régimen aplicable a las Sociedades de capital.

Los autores además de ofrecer una glosa sistemática de la Ley General de Cooperativas, de 2 de abril de 1987, que hasta ahora no había sido objeto de ningún análisis serio, aportan un conocimiento vivo de la realidad sobre a que ha de proyectarse la norma analizada, lo cual resulta sumamente útil para aquellos lectores que busquen una orientación razonable ante dudas y problemas surgidos en sus proyectos (promotores de Cooperativas) o en su práctica profesional.

Otro rasgo interesante de esta obra estriba en la correlación comparativa que establecen los autores con la regulación especial sobre Cooperativas de Crédito (y hasta, en algún caso, con las Cajas de Ahorro), incluida la jurisprudencia del Tribunal Constitucional.

Por lo que respecta al contenido concreto, en el volumen I se aborda un análisis de los tres primeros capítulos del Título Primero de la Ley 3/1987, General de Cooperativas, es decir, tanto el concepto, autonomía, domicilio, denominación y operaciones de las Cooperativas con terceros, como todo el proceso de

constitución e inscripción de la Cooperativa; asimismo, se estudia la regulación del Registro de Cooperativas, sin duda inspirada en la del Registro Mercantil, aunque con algunas diferencias entre las que cabe destacar la existencia de un mayor número de supuestos de inscripción constitutiva.

El volumen II comienza estudiando la regulación sobre los socios (tanto cooperadores como de trabajo), con el sistema de ingreso y baja de los mismos, así como sus obligaciones y derechos, y las normas de disciplina social; también analiza la peculiar figura de los asociados (o miembros cuya contribución a la Sociedad es financiera, pero no estrictamente cooperadora). Por otro lado, se desmenuza todo el régimen legislativo de la Asamblea General. Este volumen II concluye con el estudio de todo el régimen jurídico aplicable al Consejo Rector, es decir, tanto la vertiente competencial como la estructural y la funcional de dicho órgano, incluido el tema de la retribución de los Consejeros así como la figura del Director, las Comisiones, Comités o Consejos, la regulación de las incompatibilidades, el conflicto de intereses, la responsabilidad y su exigibilidad judicial, para concluir con la impugnación de los acuerdos del Consejo Rector.

La obra resulta de fácil manejo puesto que, además de contar con un Sumario exhaustivo y sistemático, al glosar cada artículo ofrece una exposición en la que aparece perfectamente diferenciada la parte que podríamos llamar erudita (Derecho Comparado, legislación autonómica y concordancias internas), de la parte aplicativa de la Ley 3/1987. En todos y cada uno de los preceptos comentados se abre un epígrafe dedicado a estudiar el "alcance y significado de la norma", en el cual se analizan el por qué del texto legal, y el cómo debe interpretarse y ser aplicado, para no distorsionar los principios cooperativos, ni quedarse sólo en la letra de la Ley.

Antonio de la Fuente García.

ANUARIO DEL MERCADO ESPAÑOL, 1990

BANESTO

Este mes viene a la sección un libro con historia. Nos encontramos ante la vigésimo sexta edición del "ANUARIO DEL MERCADO ESPAÑOL"; desde 1965 hasta el presente año se viene publicando esta obra de consulta. En la edición de 1990 hallamos unas 350 páginas de las cuales más de 300 corresponden a cuadros y gráficos en los que residen, indudablemente, la importancia del libro.

Los autores del "ANUARIO", pertenecientes al Gabinete Técnico del Banesto, realizan un trabajo de recopilación y análisis de datos de gran valor. A partir de multitud de fuentes compilan información cuantitativa que posteriormente modelan utilizando diferentes técnicas estadísticas de uso general: muestreo, regresión, números índices, etc.. Debemos citar entre las fuentes que se manejan a lo largo del libro y que contribuyen a aumentar el valor del mismo:

Cámaras de Comercio, Industria y Navegación
CAMERDATA
CAMPSA
Compañía Telefónica Nacional de España
I.N.E.
I.N.I.
Ministerio de Economía y Hacienda
Ministerio de Industria y Energía
Organización de Naciones Unidas
etc..

Como podemos leer en la **Introducción**, la obra está concebida como herramienta para ser usada en la toma de decisiones dentro de un entorno empresarial. La estructura del libro se ha mantenido casi constante a lo largo de los años y sus seis partes actuales vienen siendo habituales desde 1987. El **Anexo** ofrece una pormenorizada visión, año a año, de los datos contenidos en anuarios precedentes. A continuación pasaremos a revisar, uno por uno, las partes de la publicación.

Geografía del mercado. Revisando el **Anexo** podemos observar como ha variado el contenido de esta parte, ajustándose a la evolución de los tiempos. Este año incluye un estudio sobre la distribución comercial, más concretamente

selecciona y clasifica los municipios españoles según el número de comercios especializados -clasificados en 11 rúbricas-, el valor total ponderado (VTP) y el índice de especialización comercial. Se inicia la parte con una breve reseña histórica de la distribución en España que conduce a la justificación del objeto de la investigación: el comercio especializado. Es correcto pensar que el advenimiento de las grandes superficies induce la instalación de comercio especializado alrededor de ellas.

La metodología usada para la selección final de 780 municipios con valor total ponderado (VTP) mayor que 25 se explica con claridad; sin entrar en justificaciones teóricas se presentan las fórmulas del valor total ponderado (VTP) y el índice de especialización comercial, pero aportando las ideas intuitivas necesarias para su comprensión.

El análisis de los resultados no pretende ser exhaustivo, limitándose al comentario global de las magnitudes tabuladas en los 7 cuadros incluidos en esta parte. Bien es cierto que ha de ser el usuario de la obra quien realice el análisis desde su perspectiva y con sus objetivos.

De 7 los cuadros presentados, 4 poseen desgloses municipales, siendo 2 de ellos *ranking* del valor total ponderado y del índice de especialización comercial y los otros 3 poseen desgloses provinciales con totales por autonomía.

Fuentes de riqueza e instrumentos de mercado. Bajo este título genérico aparecen tres epígrafes muy diferentes: consumos energéticos, índices de capacidad de compra provincial y equipamiento comercial.

Para el consumo energético se acude a dos fuentes: Ministerio de Industria y Energía y CAMPSA, presentándose un cuadro con consumo provincial de diferentes productos energéticos, todos ellos en toneladas equivalentes de carbón (TEC) para poder ser comparados entre sí.

Los índices de capacidad de compra provincial son el elemento fundamental de esta segunda parte. Estos índices tienen por finalidad valorar la cuota de mercado de cada provincia según diferentes bienes y servicios. Aparecen perfectamente identificadas las series y las ponderaciones que sirven para confeccionar los tres índices y es de destacar el cambio en las ponderaciones que ahora se ajustan a los resultados de la "Encuesta de Presupuestos Familiares" del I.N.E.

Recordemos que los índices miden la cuota de mercado para:

- Índice 1º: artículos de uso común y bajo coste unitario
- Índice 2º: artículos de tipo medio, cuyo consumo no está en función primordial de la población
- Índice 3º: artículos especializados

Se generan usando 8 magnitudes estadísticas (series) provinciales a las que se aplican tres ponderaciones diferentes y posteriormente se escriben en forma relativa con base el total nacional. Además se computa el valor del índice por habitante.

La presentación de los tres índices en forma de tabla en cuyas columnas están reflejadas los años (1965 a 1985 cada 5 años, 1986 a 1990 cada año) permite una visión de la evolución de cada provincia y cada autonomía. Por supuesto al tratarse de porcentajes el ascenso o descenso con los años no significa un ascenso o descenso en el valor absoluto, sino que la cuota de mercado ha variado en una u otra dirección proporcionalmente a la media nacional.

No se efectúa análisis detallados de los cuadros finales, dejando esta labor al usuario de los datos. Se incluyen tres mapas provinciales con los índices de capacidad de compra por habitante. La pequeña errata en la leyenda no impide la comprensión de los mismos. El lector interesado debería realizar otros análisis sobre los índices, como por ejemplo: análisis de correspondencias, análisis de conglomerados, etc. que pueden generar un *mapa* nacional muy interesante. Quizá este tipo de estudios especiales podrían ser incluidos en posteriores ediciones.

Índices de riqueza activa provinciales. La riqueza activa se forma con los elementos de la actividad económica del país que dan lugar a la renta nacional. La dificultad en el tratamiento de estos elementos reside en su disparidad y es a través de los diferentes índices que se definen como se pueden unir aquellos de modo homogéneo.

Algunos errores en la notación y en el planteamiento ligeramente desordenado de los índices intermedios que conducen al cálculo de las cuotas de riqueza activa (índice D_1) y de los niveles de desarrollo (índice D_2), hacen necesaria una doble lectura de las escasas páginas dedicadas a la explicación.

Todos los índices intermedios (cultural, demográfico y económico) se incluyen en forma de tablas provinciales; también aparecen tabulados los

importantes índices D_1 y D_2 y un mapa provincial con el nivel de desarrollo (índice D_2)

El comprador español. En 65 páginas con tablas y gráficos se pasa revista a un gran número de indicadores económicos, todos ellos mencionados en el **Sumario** inicial del libro. Con estos indicadores se pretende medir el nivel de vida, aceptando la definición actual de este concepto: "grado de satisfacción del conjunto de las necesidades de la población". Los indicadores se han elegido de modo que sean rigurosos y fiables y que además se puedan obtener regularmente en el tiempo. Todo ello ha permitido la comparación de los datos españoles con los de otros cincuenta países. La fuente para los datos internacionales es el libro publicado en 1988 por la Organización de Naciones Unidas titulado "Statistical Yearbook".

¿Por qué el título **El comprador español**? Si hojeamos de nuevo el **Anexo** podemos encontrar la respuesta a la pregunta. En su origen bajo este título se presentaban resultados de encuestas sobre adquisición y equipamiento de bienes de consumo, incluso se hicieron incursiones explorando los mercados de Madrid, Barcelona, Valencia y Zaragoza. Pero desde hace 15 años esta información ha desaparecido, limitándose a ofrecer los citados indicadores económicos. Es por ello que en este epígrafe encontramos magnitudes tan desconectadas con los compradores como: número de matrimonios, tasas de mortalidad, ingresos turísticos, etc..

La importancia de esta parte estriba en la posibilidad de realizar comparaciones entre una multitud de países a lo largo del tiempo.

Análisis de la coyuntura. La coyuntura viene expresada por la definición de un nuevo índice (índice de vivacidad) y el estudio de los movimientos migratorios.

El índice de vivacidad provincial relaciona el índice 2º de capacidad de compra (calculado en la segunda parte) con un promedio de las tasas de variación del parque de automóviles, los teléfonos en servicio y el valor de las letras de cambio vendidas. El ajuste de estas magnitudes se lleva a cabo mediante una regresión parabólica. El último paso en el cálculo del índice consiste en dividir los residuales de la regresión por la desviación típica. Pero ¿qué mide el índice de vivacidad?. Intenta ser un testigo del estado actual del desarrollo de cada provincia, sin pretender dar idea de la tendencia a largo plazo.

En el libro aparecen los datos intermedios tabulados, así como los resultados finales del índice. Se presentan también un importante gráfico de residuales en el que se observa la calidad del ajuste con la curva de segundo grado seleccionada.

Ya desde las primeras ediciones del "ANUARIO" se viene tratando el tema de las migraciones interiores. Los importantes movimientos producidos durante la década de los 60 y en la primera mitad de los 70 son de vital trascendencia en la coyuntura del país. Las explicaciones de las repercusiones de la inmigración en los sectores económicos son claras en el texto y se ven acompañadas de los clásicos cuadros provinciales en cuyas columnas vemos la evolución por años.

Información estadística municipal. La sexta y última parte de la publicación se separó de la parte tercera en 1978. En los años pares se incluye un resumen estadístico de los municipios entre 1000 y 3000 habitantes y en los impares un resumen estadístico de los municipios de más de 3000 habitantes.

Este año tenemos a nuestro alcance una ingente cantidad de variables cuantitativas sobre los 1621 municipios que, basados en el "Censo de Población" de 1981, constituyen el estrato: municipios entre 1000 y 3000 habitantes. Representan un 20% del total de municipios (8022) existentes en España.

Una vez más podemos destacar que la importancia de este resumen se halla en la visión periódica que proporciona y que permite estudiar en el tiempo la evolución de este grupo de municipios.

Para cerrar esta reseña del "ANUARIO DEL MERCADO ESPAÑOL" podemos resumir diciendo que es un libro imprescindible para todas aquellas personas involucradas en el mundo de la investigación de mercados y, en general, para aquellos interesados en disponer, en un único volumen, de datos históricos fiables y precisos.

Los índices que se han ido creando en la obra son de gran valor estadístico. Únicamente sugerimos pequeños cambios en algunas explicaciones y en el contenido de alguna parte del libro. Los análisis de los resultados parecen a primera vista escasos, pero si pensamos en su finalidad principal -ser una obra de consulta- resultan bastante apropiados.

Por cierto, para citar la fuente que estamos reseñando es conveniente no guiarse de la nota que podemos encontrar en la página 4 ya que en ella se hace referencia al libro del año anterior.

Esperaremos con impaciencia poder completar nuestra colección del "ANUARIO" con los de años próximos.

José Luis Barba.

NOTICIAS DE LIBROS

Estudios: Working Papers

Centro de Estudios Avanzados en Ciencias Sociales. Instituto Juan March de Estudios e Investigaciones.

Esta nueva colección de documentos de trabajo del Centro de Estudios Avanzados en Ciencias Sociales que dirige el conocido sociólogo Victor Pérez-Díaz, viene a difundir entre otros, diversos trabajos realizados tanto por profesores como por alumnos postgraduados y de doctorado de dicho Centro. Esta reciente serie se inicia con el trabajo de Victor Pérez-Díaz titulado "The Emergence of Democratic Spain and The "Invention of a Democratic Tradition", al que le siguen otros titulados, "Interest Heterogeneity and Organizing Capacity: Two Class Logics of Collective Action" de Wolfgang Streeck profesor de sociología de la Universidad de Wisconsin y profesor del citado Centro de Estudios Avanzados en Ciencias Sociales en el año 1988, "Languages and States" de David D. Laitin, profesor de Ciencia Política en la Universidad de Chicago, "Policy Paradigms, Social Learning and the State: The case of economic policy-making in Britain" de Peter A. Hall profesor de Ciencia Política en el Center of European Studies, Harvard University y profesor del Centro en 1988. Esta colección que cuenta ya con 11 números publicados en español y en inglés, viene a cubrir un espacio no suficientemente cubierto por las publicaciones actuales pues facilita la publicación inmediata de trabajos de investigación.

Banca y Finanzas: Competencia y Tendencias

Günther Bröker y Rafaél Martínez Cortiña
Madrid, 1990, Ediciones Ciencias Sociales, 259págs.

Bajo el título genérico de la obra se agrupan, en realidad, dos trabajos independientes de estos dos autores. El primero, titulado "Banca y Finanzas en España" ha sido escrito por Rafaél Martínez Cortiña (56 págs.), Catedrático de Estructura Económica de la Universidad Complutense y presidente del Natwest en España. Se trata de un estudio sobre las tendencias de la banca en España, su evolución en relación con las de otros países. Y, el segundo, titulado "La Competencia en el Sector Bancario" es el escrito por Günther Bröker (302 págs.), director de la División de Mercados Financieros y Secretario del Comité de Mercados Financieros de la OCDE. Este segundo trabajo, traducido por Rafael Martínez-Cortiña Pont y Luis Salamanqués Fernández, forma parte de un estudio más amplio sobre las estructuras y regulaciones bancarias de los países de la OCDE, cuyo objetivo es enumerar y apreciar los cambios más significativos producidos en la banca desde la perspectiva de las integraciones entre las fuerzas del mercado y de las regulaciones oficiales, y trata de clasificar el proceso de transformaciones rápidas y profundas que han venido afectando a la banca. El conjunto es una obra coherente, no muy extensa, pero lo suficiente para analizar con detalle los diversos temas específicos que surgen al estudiar el Sistema Financiero, tanto desde la perspectiva española de Cortiña como de la general de Bröker. Además se incorpora una cuidada y selecta bibliografía.

Estrategias del Sector Bancario en Europa: el Reto de 1993

Reto de 1993

Jordi Canals

Barcelona, 1990, Editorial Ariel, 291págs.

En esta reciente obra Jordi Canals, profesor, y Secretario General del IESE de Barcelona, trata de describir las principales fuerzas del cambio en el sector bancario en Europa, así como estudiar las posibles estrategias de las entidades, principalmente las de los bancos, que operan en este sector. Con base en entrevistas con directivos bancarios y en la documentación publicada por los principales bancos de los países más importantes de la CEE, se estudia en tres apartados diferenciados el comportamiento de veinticinco bancos comerciales. En primer lugar, se realiza un amplio análisis de las principales fuerzas del entorno que operan en el sector financiero: desregulación, inestabilidad financiera, automatización e innovación. En segundo lugar, se hace un estudio de la evolución reciente y de la situación actual en los cinco países indicados. Y, en tercer lugar, se efectúa un análisis de algunos aspectos estratégicos de la dirección de entidades bancarias en Europa. En síntesis se puede afirmar que es una obra interesante y densa que revisa desde una perspectiva comparada los principales aspectos del entorno financiero global, de la posición competitiva y la rentabilidad de los bancos y de las alternativas de acción con vistas al mercado único financiero.

Economía Financiera Internacional

José Ramón Aragonés

Madrid, 1990, Ediciones Pirámide S.A., 216págs.

Dentro de la colección "Economía y Administración de empresas" ha aparecido este nuevo título de una obra que trata de ofrecer al lector una visión amplia y actual de los factores financieros internacionales que afectan a la empresa. El autor profesor del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Complutense, divide la obra en dos partes. En la primera parte, se describe el Sistema Monetario Internacional desde una perspectiva histórica pasando del patrón oro, al Sistema de Bretton Woods y al Sistema Monetario Europeo, no sin considerar la evolución del sistema financiero español. En la segunda parte, se centra en aspectos más concretos del sistema financiero internacional. A lo largo de siete capítulos más se van tratando el mercado de divisas, la teoría de la paridad del poder adquisitivo, la teoría de la pasividad de los tipos de interés, la previsión de los tipos de cambio a corto plazo, el euromercado y los mercados de futuros y de opciones. Es un libro claro y didáctico que introduce y familiariza al lector con cada uno de los temas tratados.

Handbook of Monetary Economics

B.M. Friedman y F.H. Hahn, editores

Amsterdam, 1990, North-Holland, Handbooks in Economics nº8, Vol.I
724pág., Vol. II-587págs.

Acaba de publicarse el número 8 de la meritoria colección "Handbooks in Economics" que esta editorial está llevando a cabo y que pretende desarrollar manuales para las diferentes ramas de la economía. El objetivo es contar con una variada colección que sirva de fuente y de referencia como material didáctico y que pueda ser útil a investigadores y a estudiantes avanzados. La serie está dirigida por los conocidos economistas K.J. Arrow y M.D. Intriligator.

Este nuevo título se publica en dos volúmenes. El primer volumen, se divide a su vez en cinco partes: 1) **Money in the Walrasian Economy** en el que se incluyen los tres primeros capítulos: "The Transactions Role of Money" (J.M. Ostroy y R.M. Starr, págs. 1-59), "Liquidity" (F. Hahn, págs. 63-98) y "Money in General Equilibrium Theory" (D. Duffie, págs. 81-98), 2) **Money in non-Walrasian Settings** en el que se incluyen los capítulos cuatro y cinco: "Non-Walrasian Equilibria, Money, and Macroeconomics" (J.P. Benassy, págs. 103-166), "A Game Theoretic Approach to the Theory of Money and Financial Institutions" (M. Shubik, págs. 171-216), 3) **Money in Dynamic Systems** que agrupa los capítulos seis y siete: "Money Inflation and Growth" (A. Orphanides y R.M. Sollow, págs. 223-259) y "Overlapping Generations Models with Money and Transactions Costs" (W.A. Brock, págs. 263-291), 4) **Money Demand and Money Supply**, que incluye los capítulos ocho, nueve y diez: "The Demand for Money" (S.M. Goldfeld y D.E. Sichel, págs. 299-353) "Money Supply" (K. Brunner y A.H. Meltzer, págs. 357-397) y "The Supply of Money and the Control of Nominal Income" (L. Papademos y F. Modigliani, págs. 399-490), y 5) **Pricing Non-Money Assets** que contiene los capítulos once, doce y trece: "Capital Market theory and the Pricing of Financial Securities" (R. Merton, págs. 497-576) "Specification and Estimation of Intertemporal Asset Pricing Models" (K.J. Singleton, págs. 583-623) y "The Term Structure of Interest Rates" (R.J. Shiller y ap. de J.H. McCulloch, págs. 627-716).

El segundo volumen se divide en tres partes, que corresponden con los apartados seis, siete y ocho: 6) **Money, other assets y economic activity**, que incluye los capítulos catorce a diecisiete: "Consumption and investment" (A.B. Abel págs. 725-775) "Why Does Money Affect output? A Survey" (O.J. Blanchard, págs. 779-830), "Credit Rationing" (D. Jaffee y J.E. Stiglitz, págs. 837-885) y "The Macroeconomics of Government Finance" (M. Haliassos y J. Tobin, págs. 889-954), 7) **Money, Inflation, and Welfare**, que incluye tres capítulos: "Inflation: Money and Evidence" (B. McCallum, págs. 963-1007), "Cost of Inflation" (J. Driffill, G.E. Mizon y A. Ulph" págs. 1013-1062) y "The Optimum Quantity of Money" (M. Woodford, págs. 1007-1149), 8) **"Monetary Policy"**, que incluye tres capítulos: "Rules versus Discretion in Monetary Policy" (S. Fischer, págs. 1155-1182), "Targets and Instruments of Monetary Policy" (B.M. Friedman, págs. 1185-1226) y "Monetary Policy in the Open Economy" (R. Dornbusch y A. Giovannini, págs. 1233-1295).

JULIO SEGURA, PREMIO REY JUAN CARLOS DE ECONOMIA 1990

Paulina Beato (*)

El Premio de Economía Rey Juan Carlos de 1990, ha sido concedido al Catedrático de Teoría Económica de la Universidad Complutense de Madrid, Julio Segura Sánchez. La decisión de conceder este galardón, patrocinado por la Fundación Celma-Prieto, al profesor Segura tiene una significación especial, no sólo por el historial académico y profesional del galardonado, sino también porque, con esta elección, el jurado ha querido resaltar la importancia del análisis microeconómico para abordar los fenómenos económicos del mundo real.

Siendo imposible detallar en una nota toda la brillante actividad docente e investigadora del profesor Segura, me limitaré a resaltar algunos aspectos claves de su trayectoria como economista.

El profesor Segura inició su vida profesional en el Instituto Nacional de Estadística como estadístico facultativo. Aquel mirador le permitió abordar y reflexionar sobre los problemas que plantea la contrastación empírica en Economía. En particular, fue uno de los pioneros en utilizar las tablas input-output españolas para analizar los problemas estructurales de nuestra economía, con especial énfasis en los del sector industrial.

El profesor Segura es, desde 1983, director de la Fundación Empresa Pública, pero, desde 1974, ya era director del Programa de Investigaciones Económicas de la citada Institución. Desde ella ha impulsado la creación de la revista "Investigaciones Económicas", un foro de calidad para difundir las aportaciones de nuestros investigadores. Ha creado un programa de integración de jóvenes licenciados en la empresa, cuyo lema es resaltar la contribución que el conocimiento teórico puede hacer para el desarrollo de empresas eficientes y modernas. Los programas de investigación sobre la economía española que se han abordado desde dicha institución, bajo su dirección, son una referencia obligada de cualquier interesado en los problemas de la economía española.

Desde su cátedra en la Universidad Complutense de Madrid, su constante preocupación ha sido transmitir una formación teórica rigurosa a las nuevas generaciones de economistas. La Economía

(*) Paulina Beato es catedrática de Teoría Económica y Técnico Comercial y Economista del Estado.

no es un conjunto de recetas sino una forma de pensar, tal ha sido su mensaje. Mensaje que ha ido transmitiendo a través de las numerosas tesis doctorales que ha dirigido a economistas con intereses profesionales dentro y fuera del ámbito académico.

Sólo la enumeración de las publicaciones del galardonado me ocuparía más espacio del que me ha sido asignado. Una selección de sus publicaciones podría ser el camino para presentar su trabajo investigador. Sin embargo, prefiero dejar constancia del núcleo de enseñanzas que el profesor Segura nos transmite a lo largo de sus numerosas contribuciones.

Existe una cierta similitud en una amplia variedad de problemas que aparecen en las distintas partes del análisis económico. La descripción del comportamiento de los distintos agentes económicos se plantea en microeconomía como un problema de maximización con restricciones. Por ejemplo, el empresario maximiza el beneficio dentro del conjunto de posibilidades tecnológicas; el consumidor elige la combinación de bienes preferida con las restricciones que le impone su renta y su riqueza; incluso las decisiones de política económica pueden representarse como la búsqueda de algún objetivo sujeto a restricciones tecnológicas, sociales o de comercio internacional. Esta similitud facilita el modo de pensar en Economía, pero puede ser fuente de los mayores errores que un economista puede cometer. Que el problema económico se pueda abordar como una maximización con restricciones no exime al economista, nos recuerda en sus contribuciones el profesor Segura, de definir la función objetivo relevante para cada agente y las restricciones reales con que éste se enfrenta en su decisión. No son iguales las funciones de beneficio de un empresario en un mundo competitivo abierto a la economía internacional que las funciones de beneficio en un mundo autárquico.

El problema económico se complica aún más cuando el análisis se quiere realizar a nivel agregado; es decir, cuando la unidad relevante sobre la que tenemos información es un conjunto de agentes económicos con el mismo objetivo, maximizar sus preferencias o su beneficio, pero sus preferencias o su entorno de determinación de precios o renta es distinto. La teoría económica da pocas recetas generales para agregar de forma coherente las decisiones de los agentes individuales. El profesor Segura nos transmite esta preocupación, pero con ello no abandona la posibilidad de realizar análisis relevantes a nivel agregado.

El profesor Segura es optimista en cuanto a la capacidad del economista para contribuir al desarrollo de un mundo próspero, pero nos alerta sobre las posibles contradicciones entre distintos objetivos. Su optimismo radica precisamente en señalarnos que si bien ningún economista puede pretender eliminar dichas

contradicciones, sí que puede lograr algún tipo de equilibrio racional entre ellas. En definitiva, nos incita a buscar una prosperidad socialmente aceptada, utilizando el modo de pensar del análisis económico.

Creo que el haber resaltado con insistencia la necesidad de definir con claridad los supuestos del análisis de cualquier problema económico, las dificultades que plantea el problema de la agregación y la importancia de prever y equilibrar las posibles contradicciones entre fines y medios, sin renunciar por ello a hacer recomendaciones inteligentes sobre la política económica española, justifican sobradamente la concesión del premio Rey Juan Carlos 1990.

