

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL
RESERVADO**

**BANCO DE ESPAÑA Y
ECONOMIA ESPAÑOLA**

Cuaderno N° 50 Mayo 1991



Fundación Fondo
para la
Investigación
Económica y Social

Obra Social
de la Confederación
Española
de Cajas de Ahorros

Ejemplar núm.

**BANCO DE ESPAÑA Y
ECONOMIA ESPAÑOLA**

Cuaderno N° 50 Mayo 1991

SUMARIO

PRESENTACION

LA ACTUAL SITUACION ECONOMICA VISTA POR EL BANCO DE ESPAÑA: UNOS COMENTARIOS

- . Discurso de presentación del Informe Anual, pronunciado por el Gobernador del Banco de España, Mariano Rubio, ante el Consejo General del Banco de España, el 20 de Mayo de 1991.
- . La singularidad del marco internacional
Emilio Ontiveros.
- . La economía española
Federico Prades Sierra.
- . La financiación de la economía española en 1990
Victorio Valle.
- . La política monetaria y los mercados financieros
Raimundo Ortega.

SISTEMA FINANCIERO

- . Desafíos de la política monetaria 1991
Analistas Financieros Internacionales
- . Crónica de la actualidad Financiera
Ricardo Cortés.

RESUMEN DE PRENSA

La información económica en la prensa internacional.

ARTICULO DEL MES

- . Alemania Oriental: el largo camino hacia la prosperidad
Robert Barro en *The Wall Street Journal* de 7 de mayo 1991.

GRAFICO DEL MES

- . El alza de los costes de la construcción

INSTANTANEA ECONOMICA

- . Evolución de la competitividad

LOS LIBROS DEL MES

- . Instituto Nacional de Estadística, Contabilidad Nacional de España. Base 1985. Serie contable 1985-1989 y Tabla input-output 1986.

- . Noticias de Libros

PRESENTACION

Este nuevo número de Cuadernos de Información Económica, aunque no tenga carácter monográfico sí presenta a la atención de sus lectores con carácter preponderante diversos trabajos y comentarios relativos a lo que cabría denominar el acontecimiento informativo más importante del mes de mayo en el área económica y financiera: la presentación, el pasado día 20 de mayo, del Informe Anual 1990, del Banco de España.

La competencia técnica y la rigurosidad con el Informe está elaborado, lo constituyen en un documento de análisis y valoración de la situación de la economía española impacientemente esperado y altamente apreciado por los profesionales de la economía y del mundo financiero.

El interés para los lectores de Cuadernos de Información Económica del Informe Anual del Banco de España, han aconsejado ofrecer en este número una crónica de urgencia de su contenido, incluso al coste de desplazar para una futura ocasión otros temas de interés que han nutrido en el mes de mayo el panorama económico y financiero nacional, tal como la reciente reunión anual de Intermoney en la que como es tradicional la importancia de los temas tratados, la categoría profesional de los ponentes y el nutrido núcleo de asistentes pertenecientes al sistema financiero, han otorgado un particular interés y trascendencia a sus Jornadas del presente año.

El tratamiento y referencia al Informe Anual del Banco de España, en este número de "Cuadernos" se inicia con el texto íntegro del discurso del Gobernador del Banco de España en el acto de presentación del Informe. Cuatro colaboraciones completan con sus comentarios el repaso de su contenido, ofreciendo una síntesis valorativa de cada uno de los cuatro capítulos que integran el Informe de 1990:

- Emilio Ontiveros, Catedrático de Economía de la Empresa y Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales comenta el Capítulo I sobre la Evolución Económica Internacional.*

- *Federico Prades, Asesor Económico de la Asociación Española de Banca y hasta fecha reciente Director General de Previsión y Coyuntura del Ministerio de Economía y Hacienda, se ocupa del Capítulo II sobre la Economía Española.*

- *Victorio Valle, Director General Adjunto de la Fundación FIES ofrece los principales mensajes del Capítulo III sobre la Financiación de la Economía.*

- *Raimundo Ortega, Presidente de BBV-Interactivos y en cuyo reciente curriculum figuran los cargos de Director General del Tesoro y Política financiera y Director General del Banco de España, culmina el repaso propuesto con sus comentarios al Capítulo IV sobre la Política Monetaria y los Mercados Financieros.*

La amplitud de los temas tratados en el Informe, que se glosan en el discurso de presentación del Gobernador del Banco de España, y se comentan en las distintas colaboraciones de este número de Cuadernos, no permiten una síntesis razonable de su contenido. Si hubiera que hacer una selección de puntos más destacables, para orientar al lector, en su lectura, los diez aspectos siguientes son los que emergen con mayor insistencia.

1º) En el flanco internacional es perceptible una acentuación en la tendencia al debilitamiento de la expansión en los países de la OCDE. Las incertidumbres creadas por la Guerra del Golfo, el retraso en la recuperación de la economía americana, los problemas de la unificación alemana y los generados por la transformación de los países del Este de Europa, son los factores más importantes que están en la base de ese clima de incertidumbre dominante en el panorama económico internacional.

2º) La economía española, a juzgar por sus resultados globales ha experimentado avances en la convergencia hacia la situación de los países centrales de la CEE. El diferencial de inflación se ha reducido, aunque

perviven tensiones inflacionistas asociados al comportamiento del sector de servicios resistentes a la desaceleración de la inflación, y también ha mejorado comparativamente el desequilibrio exterior de la economía española.

La política económica de moderación de la demanda y de endurecimiento de las condiciones financieras ha sido, en ese sentido eficiente.

3º) La política de contención del gasto nominal se ha sumado a otros factores, especialmente al agotamiento natural del ciclo fuertemente expansivo de los últimos cinco años, y ha producido sus mayores efectos en la desaceleración del proceso de inversión.

El crecimiento de salarios nominales que alcanzaron en 1990 cotas incompatibles con una reducción importante de la inflación sin afectar al ritmo de la actividad económica, han influido también en la contención del ritmo de avance de la inversión.

En términos globales la economía ha crecido menos que en 1989 y ha reducido el ritmo de generación de empleo.

4º) Las autoridades han procedido a una amplia liberalización de los movimientos de capitales adelantándose así a las fechas previstas en el plan de construcciones de la Unión Monetaria Europea. Esa amplia liberalización obliga a una disciplina monetaria y financiera más estricta ya que cualquier relajación en la misma tiene efectos muy rápidos en los movimientos financieros con el exterior.

5º) La liberalización de los movimientos de capitales y la pertenencia al Sistema Monetario Europeo, implica una pérdida de autonomía en la política monetaria.

Así la supresión de la carga fiscal sobre los rendimientos de la deuda pública y el levantamiento del depósito previo al recurso a la financiación exterior por empresas no financieras han causado una elevación de la cotización de la peseta neta el límite máximo de su banda de fluctuación.

6º) La necesidad de avanzar en la línea de convergencia de la economía española hacia la Comunidad, es la que obliga a una política de estabilidad más restrictiva en comparación a otros países que ya han logrado metas más ambiciosas en el objetivo de lucha contra la inflación. La presión alcista sobre la moneda es tanto mayor cuanto mayor sea el peso del ajuste que se descargue sobre la política monetaria. Por ello existe amplio consenso en que la política presupuestaria debe asumir un carácter más restrictivo para colaborar al objetivo de la estabilidad.

Tal vez, el propósito de dar un margen de tiempo suficiente para avanzar en la política de contención del gasto público y de consolidación presupuestaria, sea la única razón de introducir temporalmente controles directos del crédito, cuyos efectos pueden ser perturbadores desde el punto de vista de la adecuada asignación de los recursos.

7º) La política de control de la demanda es necesaria pero no suficiente. Es preciso complementarla con otras actuaciones del lado de la oferta.

Fundamentalmente mejorar la productividad colaborando a un nivel sostenido de inversión de forma que la economía pueda asumir los crecimientos salariales sin dañar la competitividad de la economía. Un aspecto este último -el de la competitividad- a cuyo análisis presta gran atención el Informe Anual del Banco de España.

Por otra parte la política económica debe colaborar a lograr un funcionamiento eficiente y flexible de los mercados. En particular se destaca la necesidad de mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo en el que

se han producido incongruencias caracterizadas por un fuerte dinamismo creciente de los salarios junto con una disminución del ritmo de generación de empleo.

8º) En el terreno financiero, la supresión de los coeficientes de inversión obligatoria, la reducción del coeficiente de caja a niveles técnicos y la completa liberalización de tipos de interés y comisiones -en el terreno de las entidades crediticias- y el avance en la reforma del mercado de valores, han contribuido a una mayor flexibilidad en los mercados financieros y un alto nivel de competencia entre las instituciones.

9º) Las limitaciones al endeudamiento del Tesoro con el Banco de España han tenido efectos positivos sobre la corrección del déficit público, lo que anima a considerar conveniente para el futuro el establecimiento de límites más estrictos e incluso a rechazar cualquier mecanismo de financiación fácil del Tesoro por el Banco de España.

10º) La pertenencia de España al SME, ha constituido un factor de impulsión y credibilidad de la política estabilizadora. En el estudio actual de construcción de la Unión Monetaria europea, parece conveniente avanzar pragmáticamente en la coordinación de las políticas monetarias de los países que integran el sistema sin perderse en la búsqueda de propuestas que resuelvan todos los complejos problemas de la transición en el proceso de cesión de la responsabilidad de la política monetaria desde las autoridades nacionales hacia la Unión Monetaria.

El caracter predominante que el comentario sobre el Informe Anual, 1990 del Banco de España tiene en este número 50 de Cuadernos de Información Económica, no ha impedido integrar en su contenido algunos otros temas y secciones que componen su estructura habitual.

La actualidad informativa sobre los temas relativos al Sistema Financiero,

mantienen en este número, la colaboración de Analistas Financieros Internacionales, sobre los desafíos de la Política Monetaria en 1991 y la Crónica de la Actualidad Financiera elaborada por Ricardo Cortés.

El punto de partida de la nota de AFI es el descenso (en 3/4 de punto) de los tipos de interés de referencia del Banco de España adoptado el pasado 16 de mayo. Se formula la hipótesis de que tal actuación responde a la búsqueda por el Banco de España de un punto de equilibrio entre la acción encaminada a reducir la "excesiva" fortaleza de la peseta y la necesaria cautela que impide a la autoridad monetaria bajar la guardia en el control monetario riguroso mientras existan las graves divergencias en las tasas de inflación española respecto a los países centrales que integran el SME.

La Crónica de la Actualidad Financiera, se ocupa de los tres temas obligados que han cubierto el panorama financiero del último mes:

- La creación de la Corporación Bancaria de España que agrupa al Banco Exterior de España, las Entidades de Crédito Oficial y la Caja Postal.*
- La fusión de los Bancos Central e Hispano Americano, dando nacimiento al mayor banco de España en cuanto a volumen de depósitos.*
- La reseña de la reunión anual del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial celebrada en Washington los días 29 y 30 del pasado mes de abril, precedida como es costumbre de la del grupo de los siete países más industrializados.*

El Artículo del Mes que completa al Resumen de la Información Económica en la Prensa Internacional, es, en esta ocasión, el aparecido el 7 de mayo en el Wall Street Journal y debido a la pluma del prestigioso economista Robert Barro. En él, se plantean las dificultades que las regiones orientales de Alemania tienen para alcanzar la situación más próspera de la zona occidental. En su análisis Barro utiliza la pasada experiencia de convergencia entre regiones ricas y pobres en Estados Unidos, Italia y la propia Alemania

de la antigua República Federal para llamar la atención sobre el carácter poderoso de las fuerzas convergentes a largo plazo pero las dificultades inherentes a la aceleración del proceso. No conviene, en esto, dejarse arrastrar por voluntarismos con poca base real. Las diferencias de productividad son tan acusadas que sólo lentamente la zona oriental de Alemania podrá alcanzar los niveles de las regiones más ricas. Tal vez no sea exagerado afirmar -como dice R. Barro- que el tema no es cuestión de un par de años, ni de décadas, es más probable que requiera un par de generaciones.

La Instantánea Económica hacía hincapié en el punto quizás más destacado del Informe Anual del Banco de España para 1990: la evolución de la competitividad de la economía española frente a la OCDE y a la CEE, en los períodos 1981-1985 y 1986-1990, reproduciendo el cuadro contenido en el propio Informe.

El mensaje que las cifras que la Instantánea del mes transmiten es claro: en el período 1986-1990, se ha producido una pérdida de competitividad de la economía española que se manifiesta en todos los indicadores recogidos en el cuadro, que puede cifrarse en un 22,8 por cien respecto a la OCDE y del 13,1 por cien respecto a los países de la CEE cuando se mide en términos de coste laboral unitario, lo que supone una tasa anual acumulativa de pérdida de competitividad del 2,5 por cien que amenaza con devorar el margen o reserva aún existente que separa a España positivamente de Europa (y que se estimaba para 1989 en un 12% según el sistema de standard de poder de compra) en un período de cuatro o cinco años si no se frena el deterioro de la competitividad en la economía española.

Por su parte, el Gráfico del Mes intenta adentrarse en la evolución de los costes del sector de la construcción en el quinquenio 1985-1990. Como promedio, según tasa anual acumulativa, el aumento de precios en el sector de la construcción se estima en un 6,7 por cien que es el doble del crecimiento experimentado por los precios de los materiales de construcción y el triple de los precios industriales. Un crecimiento que ha sido mucho más intenso en los inmuebles residenciales (vivienda) que en otras construcciones y en cuya base están tanto el aumento de los costes laborales como la presión de la demanda. Unas elevaciones de costes a las que habría que añadir las derivadas del precio

del suelo, de difícil cuantificación con carácter general, pero que sin duda han contribuido decisivamente en los núcleos urbanos al fuerte encarecimiento de la vivienda en España.

La información bibliográfica en este número de "Cuadernos" selecciona, junto a la mensual Noticia de Libros, como Libro del Mes la reciente publicación del Instituto Nacional de Estadística de la serie de la Contabilidad Nacional de España en el período 1985-1989. Base 1985.

Una obra importante en la que la Contabilidad Nacional se ajusta a la metodología establecida por el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas y que se erige en una pieza indispensable para todo estudio que exija información estadística precisa sobre la estructura y evolución de las magnitudes económicas españolas. Una aportación importante de la nueva Contabilidad Nacional es la inclusión con carácter anual de una Tabla Input-Output que colabora decisivamente a dar coherencia a los datos macroeconómicos y sectoriales.

**LA ACTUAL SITUACION ECONOMICA VISTA POR EL BANCO DE
ESPAÑA: UNOS COMENTARIOS**

DISCURSO DE PRESENTACION DEL INFORME ANUAL,
PRONUNCIADO POR EL GOBERNADOR, MARIANO RUBIO,
ÁNTE EL CONSEJO GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA
EL 20 DE MAYO DE 1991.

Señores Consejeros:

Un año más, la presentación del Informe Anual me proporciona la oportunidad de analizar ante este Consejo General la trayectoria de la economía española y comentar con un mayor distanciamiento que en nuestras reuniones ordinarias los problemas con que se enfrenta la política monetaria.

En el período transcurrido desde la presentación del Informe precedente, la economía mundial ha registrado un conjunto de perturbaciones de índole diversa que han afectado profundamente a su evolución reciente. El aumento de la incertidumbre que produjo la crisis del Golfo Pérsico y la subida del precio del petróleo acentuaron la tendencia al debilitamiento de la expansión económica que los países industrializados venían registrando. Estas tendencias recesivas no se han manifestado de forma homogénea, por lo que las diferencias en las posiciones cíclicas de las distintas economías se han hecho más pronunciadas y la coordinación de las políticas económicas se ha encontrado con mayores dificultades. Estas se han hecho patentes recientemente en el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo.

El retraso en la recuperación de la economía americana y de otros países industrializados y la evolución de los acontecimientos desencadenados por la unificación alemana y por las transformaciones de los países de Europa Central y del Este, han contribuido, por otra parte, al mantenimiento de un clima de mayor incertidumbre y de menores expectativas de crecimiento con posterioridad al rápido desenlace de la Guerra del Golfo. Con todo, aún es pronto para valorar con precisión el efecto que un acontecimiento tan reciente y de tanta transcendencia ha podido tener sobre la confianza de los inversores y de los consumidores.

Durante este último año, la política económica española ha continuado sus esfuerzos para reducir la inflación y el déficit corriente de nuestra balanza de pagos. Las principales magnitudes económicas muestran que la política monetaria restrictiva, la moderación relativa de la política presupuestaria, la madurez de la fase expansiva del ciclo económico y el impacto de la crisis del Golfo, que afectó seriamente al clima económico de la segunda parte del año, contribuyeron a la desaceleración de la demanda interior y, por ende, a la mayor convergencia de la economía española con los países europeos más estables.

Según las estimaciones expuestas en el Informe Anual que hoy se presenta, el crecimiento de la demanda interior se redujo, en 1990, en más de tres puntos porcentuales, tanto

en términos nominales como en términos reales. Esta significativa moderación del gasto ha permitido que el déficit exterior registrase una contención en el rápido proceso de deterioro que había sufrido en los años anteriores y se espera que en 1991 el saldo negativo de la cuenta corriente se reduzca con relación al PIB desde el 3,5 % de 1990 hasta quedar por debajo del 3 %. A ello ha contribuido, además del menor crecimiento de las importaciones, un comportamiento más favorable de las exportaciones y la mejora experimentada por la relación real de intercambio.

La menor presión de la demanda ha aliviado, asimismo, las tensiones de precios, a pesar del fuerte empuje de los salarios y del impacto desfavorable del encarecimiento del petróleo en la segunda parte del año. El crecimiento de los precios al consumo al finalizar 1990 fue del 6,5 %, cuatro décimas por debajo de la tasa del año anterior. Este resultado, aunque modesto, supone un cambio de la tendencia al aumento de la inflación que se había registrado en 1989.

La inversión ha sido el componente de la demanda interna que ha registrado una desaceleración más pronunciada como consecuencia, en parte, del propio agotamiento de un ciclo fuertemente expansivo, que ya había durado cinco años. Pero la disminución del dinamismo de la formación de capital fue también el efecto del endurecimiento de las condiciones financieras, del cambio de expectativas que produjo la Guerra del Golfo y de un crecimiento de los salarios nominales que ha contribuido a comprimir los márgenes empresariales en los sectores expuestos a la competencia exterior y ha reducido la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión.

Las medidas de contención de la demanda y el cambio de la coyuntura económica mundial han determinado una reducción significativa del ritmo de crecimiento, aunque la desaceleración del producto ha sido de menor intensidad que la registrada por la demanda, como resultado de la drástica caída del ritmo de crecimiento de las importaciones, que han mostrado una alta sensibilidad a la política de restricción del gasto. El crecimiento del Producto Interior Bruto en 1990 se estima en el 3,7 %, frente al 4,8 % del año anterior, de modo que la actividad económica ha seguido mostrando un dinamismo superior al de la mayoría de los países europeos, algunos de los cuales se encuentran inmersos en una coyuntura recesiva.

La reducción del crecimiento del valor añadido se ha traducido en una disminución del fuerte ritmo de expansión que el empleo venía mostrando en los últimos años, al pasar del 3,2 % de aumento en 1989 al 2,4 % en 1990. A pesar de la menor pulsación de la demanda de trabajo, los incrementos salariales rebasaron los registrados el ejercicio anterior, alcanzando una tasa en el sector privado superior al 8 %, que claramente es incompatible con una reducción importante de la inflación sin afectar sensiblemente al ritmo de la actividad económica.

Los indicadores disponibles sobre la evolución de la actividad económica en los primeros meses de 1991 —aunque son escasos y su interpretación está rodeada de mayores di-

ficultades de las habituales, debido al pronunciado cambio del clima económico que se ha producido al finalizar la Guerra del Golfo— apuntan, en líneas generales, a una continuidad de las tendencias con las que finalizó el año anterior, aunque en algunos sectores se aprecian signos de recuperación. Ello permite esperar que el crecimiento del Producto Interior Bruto se sitúe en torno al 3 % en 1991. La tasa de inflación, medida por los precios de consumo, quedará probablemente por debajo del 6 % en el promedio del año.

El balance de la trayectoria reciente de la economía española indica, pues, que la política de contención de la demanda ha conseguido frenar las tensiones de precios y el aumento del déficit exterior, a pesar de las perturbaciones sufridas durante el año. Sin embargo, la diferencia de inflación con los países centrales de la Comunidad se mantiene elevada (del orden de 3 puntos porcentuales) y, lo que es más preocupante, el núcleo de la inflación interior muestra signos de fuerte resistencia a la desaceleración. No hay que infravalorar, por lo tanto, el peligro de que una recuperación del gasto reactive los desequilibrios antes de que hayan sido definitivamente encauzados. En las condiciones actuales sigue siendo por ello preciso mantener el tono de la política económica con el fin de alcanzar las condiciones de estabilidad necesarias para un crecimiento económico sostenido.

Los problemas de la economía española se tienen que abordar, en cualquier caso, desde la perspectiva de la integración europea. Por ello, me ha parecido conveniente adoptar esta perspectiva para enmarcar la trayectoria reciente de la política monetaria y comentar, posteriormente, algunas cuestiones relativas al proceso de avance hacia la Unión Económica y Monetaria.

* * * *

El ingreso en la Comunidad Económica Europea ha supuesto una drástica transformación de las relaciones comerciales y financieras de la economía española con el exterior. Desde 1986 se ha producido una reducción de casi el 80 % de nuestra protección arancelaria frente a los países comunitarios; y el proceso culminará en enero de 1993 con el dismantelamiento completo de las barreras arancelarias. Como consecuencia del gran trecho recorrido durante la segunda parte de la década de los ochenta en la liberalización comercial, el grado de apertura de la economía española —medido por el porcentaje de la suma de las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios con relación al PIB— ha aumentado 10 puntos entre 1985 y 1990, hasta alcanzar un 45 %, nivel todavía inferior al de las principales economías europeas, pero que representa un avance muy significativo.

La expansión de los flujos comerciales con el exterior se ha concentrado especialmente en los países de la Comunidad. Las exportaciones a los países comunitarios han pasado de representar el 50 % del total de nuestras exportaciones en 1985 al 70 % en 1990. Por su parte, la participación relativa de las importaciones procedentes de la Comunidad en el total se ha duplicado desde nuestra integración, hasta alcanzar el 60 % en 1990.

La liberalización de los movimientos de capital ha sido muy amplia y ha ido por delante de los calendarios fijados por nuestros compromisos con la Comunidad. El resultado ha sido un enorme aumento de los movimientos de capital entre la economía española y el resto del mundo: la suma de las entradas y salidas de capital a largo plazo, que en 1985 apenas representaba medio punto del PIB, ha aumentado hasta el 6 % en 1990. Recientemente se ha levantado el depósito previo sobre el endeudamiento externo, en congruencia con la eliminación de los límites al crédito interno; se ha dado un paso decisivo hacia la plena liberalización de los movimientos de capital, con la autorización a los residentes para mantener cuentas en divisas en establecimientos operantes en España; y se ha ampliado la capacidad de las entidades bancarias para conceder préstamos en pesetas a los no residentes.

Desde un punto de vista monetario y financiero, puede decirse que, con estas reformas, la liberalización de las salidas de capital ya es prácticamente completa. Las únicas restricciones que subsisten se refieren a algunos flujos de entradas o a aquellas salidas que, por la inexistencia de mecanismos de intercambio de información apropiados, podrían afectar al cumplimiento de las obligaciones fiscales. Aunque la fortaleza actual de la peseta y el diferencial de tipos de interés que mantenemos con el exterior han restado incidencia inmediata a esta medida, no deben pasarse por alto las importantes repercusiones que se derivan de una libertad casi total de los movimientos de capital. En esta situación, las exigencias de mantenimiento de la disciplina monetaria y financiera se hacen mucho más estrictas, pues cualquier síntoma de relajación o de deterioro tendría efectos muy rápidos sobre los flujos financieros con el exterior y sobre la peseta.

* * * *

Un hito fundamental en el camino de la integración europea ha sido la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME), que ha reforzado, sin duda, la estrategia antiinflacionista y ha permitido reducir las presiones especulativas a favor de la peseta.

Cuando la peseta se adhirió al mecanismo de cambios, éste estaba siendo objeto de una transformación muy profunda, como resultado de la liberalización completa de los movimientos de capital aprobada en el Acta Unica Europea. De hecho, países que habían tenido una arraigada tradición de controles de cambios culminaron, durante 1990, el levantamiento completo de los mismos. Ahora bien, cuando a la existencia de límites bastante estrictos a la fluctuación de los tipos de cambio se añade la libertad de movimientos de capitales, las políticas monetarias nacionales pierden autonomía.

En España, ese fenómeno se ha manifestado recientemente, con especial agudeza, cuando la supresión de toda carga fiscal sobre los rendimientos de la deuda pública para los no residentes y el levantamiento del depósito previo que encarecía el recurso a la financiación exterior de las empresas no financieras propiciaron que la peseta alcanzase el límite máximo de apreciación dentro de la banda de fluctuación del Sistema Monetario Europeo.

En situaciones de esta naturaleza, el margen de maniobra para aplicar políticas más estrictas de tipos de interés desaparece y el control de los agregados monetarios se dificulta.

Hay que tener muy presente, sin embargo, que los problemas que genera la movilidad actual de los capitales se nos habrían planteado con mayor virulencia si no hubiésemos entrado en el Sistema Monetario Europeo. En ese caso, el seguimiento de una política orientada a la convergencia habría gozado de una menor credibilidad, su instrumentación habría producido una mayor inestabilidad de los mercados financieros y, sobre todo, habría determinado una tendencia muy fuerte hacia la apreciación de la peseta, que, en ausencia de las bandas de fluctuación del Sistema, habría sido mucho más difícil de contener. En cualquier caso, las intervenciones en los mercados cambiarios habrían terminado siendo inevitables para eludir una apreciación excesiva de la peseta y habrían alcanzado, sin duda, dimensiones mucho más voluminosas.

En realidad las dificultades que la política monetaria española ha encontrado proceden fundamentalmente de la necesidad de converger hacia la situación de los países centrales del Sistema Monetario Europeo. Mientras que la política monetaria española tenga que seguir una senda más restrictiva que la de los países centrales del SME, continuará la presión alcista sobre nuestra moneda. Ahora bien, este problema será tanto mayor cuanto mayor sea el peso que deba asumir la política monetaria en la tarea de contener el crecimiento del gasto nominal. De ahí que, en el nuevo contexto en que se mueve la economía española, la política presupuestaria tenga que desempeñar un papel mucho más activo dentro de la política de estabilización.

Es cierto que, cuando se compara el déficit público español con los déficit de otras economías europeas no se deduce la existencia de una divergencia muy marcada con los países sin problemas inflacionistas. Incluso existen países con unas trayectorias de indiscutible estabilidad que tienen desequilibrios presupuestarios superiores a los de nuestro sector público. Sin embargo, de esta situación no cabe extraer la conclusión de que los niveles actuales de déficit público sean adecuados, ni que la trayectoria del gasto público esté en línea con los requerimientos de convergencia.

El impulso recibido por la economía española tras su incorporación a la Comunidad Económica Europea ha determinado un fuerte crecimiento de la demanda interna privada, que ha tendido a superar su capacidad de oferta. En estas condiciones, si se desea preservar la estabilidad del tipo de cambio, es indispensable que la política presupuestaria asuma un decidido carácter restrictivo que contenga el aumento del gasto agregado dentro de los límites impuestos por el crecimiento del producto potencial de la economía.

Las dificultades que la política presupuestaria ha encontrado para responder a este requerimiento han estado, sin duda, relacionadas con el carácter en cierta medida sorprendente de la vigorosa reacción de la economía española a la integración europea, que se ha visto renovada por el proyecto de creación del Mercado Unico Europeo. La necesidad de

una política presupuestaria más estricta se hace, por otra parte, especialmente patente en una situación como la actual, en la que la economía española presenta importantes diferencias con la posición cíclica de otras economías comunitarias que atraviesan una fase recesiva. En este contexto, la política monetaria resulta un instrumento muy limitado para abordar situaciones diferenciadas, derivadas de las divergencias en los patrones cíclicos, de la existencia de perturbaciones que no afectan por igual a las distintas economías o de los diferentes requisitos de convergencia a los que se enfrenta cada país. Para alcanzar el grado de diferenciación necesario, bajo las restricciones del Sistema Monetario Europeo, los países que necesitan reducir su tasa de inflación, sin incurrir en mayores diferenciales de tipo de interés, deben aplicar políticas presupuestarias más austeras. Mientras, los países que quieren alejar la recesión en sus economías, sin poner en peligro la estabilidad cambiaria conseguida en los últimos años, deben usar, por su parte, el margen de maniobra de que disponen en el terreno de la política presupuestaria para abordar adecuadamente la corrección de sus situaciones internas.

El recurso transitorio a medidas excepcionales de control del crédito y de entradas de capitales brindó un cierto margen temporal para avanzar en la consolidación presupuestaria necesaria. Sin embargo, durante los dos últimos años la política presupuestaria no ha podido finalmente tener un papel suficientemente activo en la tarea de reducción del gasto y, por otra parte, los costes han continuado creciendo muy deprisa. El resultado ha sido que a finales del año pasado la política monetaria se ha encontrado con la necesidad de mantener unos diferenciales muy elevados de tipos de interés con las principales monedas del SME, lo cual ha colocado a la peseta en el límite de su banda de apreciación, obligando a fuertes intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios.

Las desviaciones en los objetivos de la política presupuestaria, en cuanto a la reducción del déficit público, se han debido, en parte, a factores cíclicos, como el menor crecimiento de la recaudación impositiva derivado de la desaceleración de la actividad económica, pero también han sido el resultado del fuerte aumento de los gastos de las Administraciones Territoriales. En este sentido, hay que contemplar con preocupación cómo en los últimos años el esfuerzo de mayor disciplina presupuestaria de la Administración Central se ha visto compensado, en gran medida, por la tendencia al aumento del gasto y del déficit de las Administraciones Territoriales. Mientras la proporción del gasto del conjunto de las Administraciones Públicas se ha reducido, entre 1985 y 1990, en casi dos puntos en relación al PIB, la proporción de los gastos de las Administraciones Territoriales ha aumentado en 1,5 puntos. El déficit de las Administraciones Públicas se ha reducido, por su parte, desde el 7 % del PIB en 1985 hasta situarse por debajo del 3 % en 1990, cuando se realizan los ajustes pertinentes por los cambios de calendario registrados en las devoluciones del IRPF. Por el contrario, el déficit de las Administraciones Territoriales ha tendido a aumentar; de esta forma, las necesidades de financiación de este sector institucional, que en 1985 representaban tan sólo el 9 % de las del conjunto de las Administraciones Públicas, representan ahora la cuarta parte de las mismas.

La consecución del equilibrio presupuestario, que ayude a hacer compatible el fuerte dinamismo económico derivado de la integración europea con la plena movilidad de los capitales y la estabilidad del tipo de cambio, supone, sin duda, la realización de un esfuerzo considerable. Sin embargo, la experiencia reciente de otros países europeos muestra que dicho esfuerzo termina siendo recompensado. Cuando se analiza la trayectoria que han seguido las políticas presupuestarias de los países comunitarios, se deduce que los países que han disciplinado con más rapidez sus finanzas públicas han alcanzado un mayor éxito en la corrección de sus desequilibrios y en su convergencia con las pautas de estabilidad del núcleo del área. Tal es el caso de Irlanda, que ha reducido su déficit público del 12 % del PIB en 1983 al 3,3 % en 1990; de Dinamarca, que lo ha recortado en el mismo período en 6,5 puntos; de Bélgica, que lo ha hecho en cerca de 6 puntos, y de Francia, que lo hizo en 2 puntos. Todos estos países han reducido significativamente en los últimos años su tasa de inflación y han alcanzado una estabilidad similar a la de Alemania y los Países Bajos.

Los países europeos antes citados han tenido éxito en su aproximación al núcleo más estable, en tanto que han logrado encauzar las expectativas de inflación de forma coherente con la pertenencia a un área de tipos de cambio fijos que tiene como objetivo prioritario la estabilidad de los precios. Este cambio de expectativas se ha producido como consecuencia de la aplicación de políticas económicas coherentes y persistentes, que han permitido disciplinar las finanzas públicas y mantener unas condiciones monetarias rigurosas. Esta orientación refleja el nuevo marco de acuerdo que se ha alcanzado en los últimos años sobre el valor de la estabilidad económica y financiera, como condición indispensable del crecimiento económico sostenido. Esta idea, que en el pasado era más controvertida, hoy en día es ampliamente compartida por enfoques doctrinales muy diversos y aplicada por gobiernos de distintas inspiraciones políticas.

En este sentido, no conviene olvidar que una parte importante de la eficacia de estas políticas depende del grado de certeza que se trasmite al público sobre la disposición de las autoridades a perseguir con perseverancia los objetivos apropiados. La fiabilidad de la política económica en este terreno requiere una conducta estable, que sea comprensible por el público y que muestre una capacidad de resistencia frente a presiones e intereses contradictorios con la estabilidad de los precios. La incongruencia temporal en las decisiones de política económica es, sin duda, el elemento que más seriamente puede perjudicar la eficacia y la credibilidad de la política antiinflacionista. Si el público entiende que las autoridades no están dispuestas a asumir los costes de las políticas disciplinadas, porque cuando éstos se hacen presentes se apresuran a relajar prematuramente la presión de las mismas, el retorno a la senda de estabilidad, cuando ello se hace inevitable, requerirá la adopción de políticas más duras y más gravosas. De este modo, la economía acabará arrastrando los costes de las políticas restrictivas en forma de mayores tasas de paro, sin lograr los beneficios de una mayor estabilidad monetaria.

Por ello, en una economía como la española, que conserva rasgos inflacionistas muy arraigados y mantiene un fuerte impulso de crecimiento como resultado de su integración

europea, es especialmente relevante tanto lograr combinaciones adecuadas de los componentes presupuestarios y monetarios de la política económica, como evitar que la política económica se relaje anticipadamente, ya que ello recrudecería el problema de la inflación.

La instrumentación de estas políticas requiere disponer de un conjunto de información adecuada, que permita reaccionar con prontitud a los cambios en las condiciones de la economía; en este sentido, reviste gran interés el esfuerzo que se viene realizando para disponer de una información estadística amplia y fiable sobre las principales variables económicas, que sirva para fundamentar más sólidamente las decisiones básicas. La necesidad de mejoras es especialmente apremiante en el área de los indicadores de coyuntura; sería por ello conveniente que el Instituto Nacional de Estadística pudiera contar con los recursos suficientes para acelerar y completar los trabajos que tiene en curso a este respecto.

* * * *

La política de control de la demanda no es, sin embargo, suficiente. Para hacer compatible la estabilidad de los precios con el mantenimiento de una senda de crecimiento rápido, es necesario complementarla con otras actuaciones por el lado de la oferta.

Desde esa perspectiva dos aspectos revisten una relevancia especial. En primer lugar, el mantenimiento y la mejora de la competitividad de los productos españoles en los mercados interiores y exteriores, dentro de un marco de estabilidad cambiaria que facilite la adopción de decisiones de inversión a medio y largo plazo. Y en segundo lugar, el funcionamiento eficiente y flexible de todos los mercados, especialmente de aquellos que por estar menos expuestos a la competencia pueden conservar numerosas rigideces y producir fuertes distorsiones.

Con el desarrollo de las reformas estructurales del Acta Unica, orientadas a suprimir todas las barreras que segmentan los mercados nacionales, el desarrollo de nuestra economía y el aumento de los niveles relativos de renta de los españoles dependerán de la capacidad de las empresas residentes en España para competir en unos mercados más amplios y profundos, sin recurrir al expediente estéril de las devaluaciones cambiarias. La competitividad se va a convertir, por tanto, en el factor decisivo del éxito o del fracaso de la economía española al afrontar lo retos de los próximos años.

Por ello, en el Informe Anual se ha hecho un intento de valorar la evolución de la competitividad de la economía española. Aunque las cifras presentadas confirman la aparición en los últimos años de claros indicios de deterioro de la competitividad de la economía española, también suministran elementos de juicio que obligan a matizar esta valoración. Dos aspectos me parecen especialmente significativos. En primer lugar, España ha logrado aumentar su cuota de participación en los mercados comunitarios en un período de intensa liberalización comercial y de fuerte integración en este área. En segundo lugar, la competitividad de los precios industriales españoles frente a la Comunidad no ha sufrido una pérdida

apreciable, a pesar de las mayores tensiones inflacionistas que se han registrado en el comportamiento general de precios y salarios.

Ambos factores son indicativos de una relativa capacidad de respuesta de la economía española frente a la mayor concurrencia. Aunque ello se haya visto favorecido por el abaratamiento de los costes de los productos importados, por la intensificación en el uso de éstos y, en algunos sectores, por una cierta comprensión de los márgenes empresariales, es razonable esperar que también sea el resultado de un aumento de la productividad y de una mejora de la calidad y de la variedad de productos, impulsados por el fuerte proceso inversor de los últimos años, que ha debido servir para absorber una parte del fuerte crecimiento de los salarios nominales.

Estos aspectos positivos no deben desviar, sin embargo, la atención de los problemas de competitividad que sugieren la pérdida de cuotas de mercados no comunitarios, el aumento de la penetración de los productos de otras economías en nuestros mercados o el deterioro que muestran otros indicadores de competitividad, especialmente los basados en la evolución de los costes unitarios del trabajo.

Esta situación requiere un enfoque y una respuesta adecuados porque en el futuro la erosión de las ventajas comparativas de los productos españoles puede ser muy costosa. Con la Unión Económica y Monetaria, el tipo de cambio no podrá ser utilizado para compensar el deterioro de los costos y no será posible recurrir a medidas de carácter proteccionista, de modo que el aumento de los costes relativos tenderá a manifestarse directamente en un menor ritmo de crecimiento de la producción, del empleo y de la renta disponible para retribuir a los factores nacionales de producción.

El mantenimiento y la mejora de la competitividad deben basarse en un crecimiento nominal de los costes unitarios interiores que siga una senda compatible con las pautas de estabilidad del área. Para ello es necesario, sin duda, una continuidad del dinamismo inversor que promueva importantes ganancias de productividad, y que los precios de los factores de la producción se formen de manera coherente con la mejora de su productividad y con el comportamiento de los precios en el núcleo del Sistema Monetario Europeo. Los salarios nominales en España podrán, de esta forma, crecer por encima de lo que crezcan en los países centrales del Sistema Monetario Europeo en la medida en que el crecimiento de la productividad sea mayor.

Sin embargo, en los últimos años de intensa creación de empleo, el aumento medio anual de la productividad aparente del trabajo se ha situado, según las estadísticas oficiales, en torno al 1,3 %, cifra que no difiere significativamente de las observadas en los principales países europeos, y que se sitúa, incluso, ligeramente por debajo de éstas. Ello pone de manifiesto, de un lado, la necesidad de mantener un intenso ritmo inversor, y de otro, que el crecimiento de los salarios reales utilizado como pauta de referencia en las actuales negociaciones salariales no es compatible con una reducción significativa de la tasa de paro.

La falta de sensibilidad que vienen mostrando los salarios frente a las elevadas tasas de desempleo señala, por otra parte, la importancia de lograr un funcionamiento más flexible del mercado de trabajo que fomente un nivel razonable de movilidad de la mano de obra, que favorezca una adaptación de la cualificación del factor trabajo a los requerimientos de la estructura productiva y que evite, en fin, que las mejoras de productividad de los sectores más dinámicos guíen el crecimiento de los salarios del conjunto del sistema económico. Así mismo, es imprescindible llevar a cabo un gran esfuerzo educativo para adaptar mejor la cualificación de los que buscan trabajo a las necesidades de la economía.

Una cuestión preocupante, que se desprende de la evolución reciente de los diversos indicadores de competitividad de la economía española, es el desigual comportamiento de los precios de los productos más expuestos a la competencia exterior y de aquellos otros que, por su carácter no comerciable o por la existencia de barreras o segmentaciones derivadas de la regulación vigente, se encuentran al abrigo de la disciplina que impone la dinámica de unos mercados amplios y profundos. La fuerte diferencia que se observa, en los últimos cinco años, entre las tasas de crecimiento del componente de bienes industriales no energéticos y las del componente de servicios del Índice de Precios al Consumo, aporta una evidencia bastante concluyente de la persistencia de tensiones inflacionistas muy arraigadas en los sectores más protegidos frente a la competencia exterior y en los que la fijación de precios depende más estrechamente de regulaciones de carácter administrativo. Mientras los precios de los productos industriales han seguido una trayectoria razonablemente moderada, que ha permitido mantener unos índices de competitividad frente a la CEE relativamente satisfactorios, los precios de los servicios vienen mostrando un sesgo alcista sistemático y cuantioso. Desde 1988, el componente de servicios del Índice de Precios al Consumo viene registrando tasas de crecimiento interanuales por encima del 8 %, significativamente superiores a las de los restantes componentes, y esta tendencia se ha acelerado en los últimos meses; mientras tanto, el crecimiento del Índice de Precios Industriales se ha mantenido en torno al 3 %, cifra que no difiere significativamente de la observada en los países más estables del Sistema Monetario Europeo.

La existencia de barreras naturales a la competencia en numerosas actividades del sector servicios favorece que la armonización de nuestras estructuras productivas con las europeas se produzca mediante un aumento más pronunciado de los precios de aquellos servicios que muestran una clara insuficiencia en su oferta o aumentos más bajos de productividad; un aumento del precio relativo de los servicios es, por lo tanto, inevitable. Pero, si a ello se añade que en el sector servicios se mantienen excesivas restricciones a la competencia, a menudo de carácter administrativo, el problema se agudiza enormemente. De hecho, el impacto del encarecimiento de los servicios sobre el Índice de Precios al Consumo y sobre los salarios está teniendo efectos muy adversos sobre la formación de costes y sobre el grado de competitividad de la economía en su conjunto.

* * * *

El sistema financiero desempeña un papel muy destacado en la adaptación del sector servicios y del conjunto de la economía nacional al Mercado Unico. En una Europa financieramente integrada, aumentarán considerablemente las oportunidades para que los agentes económicos localicen sus operaciones financieras en las instituciones y en los países que ofrezcan mayores estímulos.

Desde el punto de vista de los intereses generales de la economía española, y no sólo desde la perspectiva sectorial, para participar en condiciones ventajosas en el proyecto global de la integración europea es indispensable disponer de un sistema financiero eficiente —insertado en la actividad productiva interior— que sea competitivo, que asegure una adecuada canalización de los recursos financieros y, en fin, que contribuya significativamente a la generación de la renta nacional.

Consecuentemente con este enfoque, la política financiera de los últimos años se ha orientado a promover la adaptación a las exigencias del mercado único de servicios financieros. La flexibilización del sistema financiero español ha ido incluso por delante de la de otras parcelas de nuestro sistema económico y ha sido compatible con el mantenimiento de unos niveles adecuados de rentabilidad y solvencia que colocan a nuestras instituciones en una posición de partida satisfactoria para afrontar una mayor rivalidad en los mercados de servicios financieros. En el campo de actuación de las entidades de crédito, esta política se ha plasmado en la supresión de los coeficientes de inversión obligatoria, en una drástica reducción del coeficiente de caja, hasta aproximarlos a los niveles técnicamente justificables por las propias exigencias de liquidez de las prácticas bancarias, en la disponibilidad de una amplia gama de posibilidades de diversificación y en una liberalización completa de los tipos de interés y las comisiones aplicadas por estas entidades.

El clima más competitivo creado por estas transformaciones, y por la aparición y perfeccionamiento de mercados y canales de intermediación alternativos, se ha manifestado de forma singular durante 1990 en un considerable incremento de la concurrencia por la captación del pasivo. Como he dicho hace poco: «las cuentas de alta remuneración no han sido sino el paso más reciente y más llamativo de un proceso de aumento de la competencia en nuestros mercados financieros, que ya venían ofreciendo a sus clientes, de forma más o menos directa, productos con elevadas rentabilidades».

La mejora en la eficiencia de los mecanismos de intermediación financiera se ha concretado también en el desarrollo de los mercados de valores. En este proceso hay que destacar el perfeccionamiento de los mercados de deuda pública, asentado en la disposición del Tesoro a financiarse con instrumentos de captación de fondos a tipos y plazos competitivos, y apoyado en una organización eficiente y flexible en torno a la Central de Anotaciones del Banco de España. Esta ha dotado de una gran liquidez y fluidez a la negociación y ha actuado como un fuerte estímulo para la modernización de las prácticas financieras de los agentes y del funcionamiento operativo de otros mercados. En este sentido, el desarrollo de los mercados de valores ha avanzado en el último período con el funcionamiento de los mercados de

opciones y futuros sobre tipos de interés, que, además de suministrar nuevos instrumentos de cobertura, fortalecen la profundidad y la liquidez de los mercados de Deuda Pública.

Todos estos avances, que también se han materializado en el desarrollo de la reforma de los mercados de valores y en el dinamismo de otros instrumentos como los pagarés de empresa, revisten una gran trascendencia para satisfacer de forma adecuada las necesidades de financiación del déficit público.

Las transformaciones operadas permitieron imponer en 1989 un límite estricto al endeudamiento neto del Tesoro con el Banco de España al cierre de cada ejercicio, lo cual supuso un paso importante para consolidar el soporte institucional necesario de unas políticas financieras orientadas a la estabilidad. La práctica del Tesoro de financiarse a tipos de mercados ha ayudado, sin duda, a mantener el clima de disciplina financiera y ha aliviado las dificultades del control monetario. La reducción del recurso al Banco de España ha creado unas condiciones favorables para reformas adicionales, que espero se introduzcan en un futuro próximo, que hagan efectiva esta limitación a lo largo de todo el ejercicio, y no sólo al cierre del mismo, lo cual supondría un avance muy significativo en la línea de los requisitos exigidos por la Unión Monetaria Europea. De hecho, sería muy deseable que para el próximo ejercicio presupuestario el Banco de España cesara de tener ninguna obligación de financiación del Tesoro.

* * * *

Como dije al principio de mi discurso, la creación de la Unión Económica y Monetaria debe ser el catalizador de la política económica española. Dedicaré por ello la última parte de mi intervención a comentar la evolución de este ambicioso proyecto.

En junio de 1989 los Jefes de Estado y de Gobierno de los países comunitarios, reunidos en la Cumbre de Madrid, aprobaron el informe elaborado por el Comité presidido por el Sr. Delors, en el que se diseñaban las grandes líneas de una transición gradual hacia la Unión Monetaria que fuese paralela al proceso de Unión Económica. También acordaron la convocatoria de una Conferencia Intergubernamental, que en estos momentos está ya reunida, con objeto de preparar las reformas del Tratado de la Comunidad.

Desde aquel momento se ha producido un debate muy intenso sobre el conjunto de problemas —técnicos y políticos— de la realización de un proyecto de tal envergadura. Sin embargo, la complejidad de la tarea de transformar las diversas políticas monetarias nacionales en una única política monetaria comunitaria y el vacío que el Informe Delors dejó a la hora de precisar el contenido de una transición que presenta problemas importantes, han oscurecido la discusión.

A las evidentes dificultades para encontrar el enfoque adecuado a los problemas pendientes, se han superpuesto ciertas actitudes de escepticismo sobre la posibilidad de alcan-

zar en un horizonte relativamente próximo la última fase de Unión Monetaria. A mi juicio, por ejemplo, la idea de una integración monetaria a diversas velocidades, según la cual algunos países avanzarían rápidamente hacia la moneda única, mientras otros deberían realizar previamente un esfuerzo de ajuste e incorporarse a la Unión cuando cumplieran unas condiciones mínimas de convergencia, no satisface la necesidad de disponer de un plan que organice una transición genuina, sino que responde, más bien, al convencimiento no explícito de que el proyecto de alcanzar una Unión Monetaria plena al final de este siglo carece de realismo.

Desde el punto de vista de la Comunidad en su conjunto, un proceso de esas características no tiene posibilidades de progresar, porque supondría una quiebra de su cohesión interna. En la práctica, la reducción de la Unión Monetaria al núcleo de los países que ya han alcanzado un cierto grado de convergencia no aportaría elementos que favoreciesen el reequilibrio y la mayor simetría en los mecanismos de decisión de la política económica del área, aspectos estos que son inherentes a la filosofía originaria del proyecto de integración monetaria.

Por su parte, los países que quedasen rezagados en el carril lento se enfrentarían a una situación muy difícil, al ver cómo se endurecen los requisitos de la convergencia, y al quedar privados, a la vez, de los mecanismos de disciplina y de aumento de la credibilidad que se derivarían de su participación en la zona monetaria integrada. La perspectiva de un período de transición fuera de la Unión Monetaria, en el que deberían realizar por sí solos los ajustes necesarios, aumentaría notablemente los riesgos de perpetuar sus diferencias con el núcleo más estable.

De forma similar, una interpretación rígida del principio de no transferencia de la soberanía monetaria al ámbito supranacional hasta la tercera fase tiende a hacer inviable cualquier forma de transición. Es cierto que mientras existan monedas diferentes con posibilidades de alterar sus precios relativos, coexistirán políticas monetarias gestionadas de forma separada y con ciertos márgenes para su diferenciación, y que, por tanto, la centralización completa de las decisiones de política monetaria y cambiaría no será posible hasta que no se alcance el bloqueo irrevocable de las paridades al comienzo de la tercera fase.

Sin embargo, el mantenimiento de la responsabilidad última de las decisiones de política monetaria en las autoridades nacionales durante la transición, no implica la inexistencia de límites efectivos al ejercicio de dicha soberanía. De hecho, ya en la actualidad, los compromisos cambiarios asumidos y la plena movilidad de los capitales suponen una restricción de la misma. Y con el fin de evitar los riesgos de inestabilidad financiera, ésta restricción deberá ser reforzada en el futuro mediante la coordinación de las políticas monetarias nacionales necesaria para culminar las tareas de convergencia.

Por ello, la atención del debate no se debería desviar de la búsqueda de propuestas que tiendan a resolver los grandes problemas de la transición. Estos no son otros que los de or-

ganizar un marco institucional que ayude a los países participantes a converger hacia la estabilidad y que facilite la homogeneización imprescindible para integrar las diferentes áreas monetarias nacionales en una sola, lo cual, dada la complejidad que tienen los mercados financieros europeos actuales y la sofisticación que han alcanzado los instrumentos de la política monetaria, no se podrá lograr de un día para otro si no se ha efectuado previamente un proceso gradual.

El Consejo Europeo de Roma, celebrado los días 27 y 28 de octubre de 1990, supuso un avance en esta discusión, al reafirmar la necesidad de un proceso gradual, señalar las principales líneas del contenido de la transición y fijar la fecha del 1 de enero de 1994 para el inicio de la segunda fase; todo ello de acuerdo con la propuesta española, que señalaba, además, la necesidad de que los países miembros se obligaran a cumplir para entonces unas condiciones objetivas favorables a la convergencia. En relación a esta segunda fase, la Cumbre de Roma acordó la instauración de la nueva institución monetaria de la Comunidad desde su comienzo, con el objetivo de reforzar la coordinación de las políticas monetarias, establecer los instrumentos y los procedimientos necesarios para la conducción futura de la política monetaria común y supervisar el desarrollo y el fortalecimiento del ECU, como futura moneda única.

Desde este enfoque, que reafirma la concepción originaria del Informe Delors, se deriva un conjunto de tareas importantes que deben ser desarrolladas durante la segunda fase para reforzar el proceso de convergencia y dotar de contenido a la nueva institución.

Como cuestión previa, está el punto capital de la independencia de los bancos centrales. Por lo que se refiere a la institución central, el Banco Central Europeo, existe ya un acuerdo de principio de que debe ser independiente, aunque lógicamente tenga una obligación de colaboración con la política económica general seguida a nivel comunitario. Aun con las resistencias que esta idea sigue encontrando en algunos medios, es claro que el Banco Central Europeo o es independiente o no nacerá, porque algunos países, encabezados por Alemania, no están dispuestos a dejar que la política monetaria común quede supeditada por las perspectivas a corto plazo que con frecuencia predominan en las decisiones políticas.

Durante la segunda fase, sin embargo, cada banco central continuará guardando la responsabilidad de su política monetaria. En la actualidad, los bancos centrales de la Comunidad disfrutan de diversos grados de autonomía. A medida que la toma de decisiones sobre política monetaria se realice de manera más coordinada a lo largo de la fase segunda, es necesario que los bancos centrales asuman una plena capacidad de decisión en las materias de su competencia; en caso contrario, la coordinación en el seno del Sistema Europeo de Bancos Centrales estaría siempre limitada por la subordinación de algunos bancos centrales a sus autoridades políticas respectivas y sería muy difícil mantener la credibilidad de su orientación antiinflacionista. Un rápido avance en esta dirección desde el comienzo de la segunda fase, mediante la reforma y adecuación de los estatutos vigentes de los bancos centrales nacionales, sería demostrativo de un alto grado de compromiso con los objetivos de

estabilidad en los que debe basarse la Unión, y serviría para vencer los recelos de quienes ven en las propuestas de una mayor coordinación de las políticas monetarias una amenaza para la disciplina que mantienen en sus economías nacionales.

Por ambas razones, el Gobierno español propuso en septiembre pasado que los bancos centrales de la Comunidad debían ser dotados de plena autonomía a comienzos de la segunda fase. Aunque esta propuesta ha encontrado ciertas resistencias en algunos países, creo que su aceptación es imprescindible para que de verdad haya una segunda fase, en la que la coordinación monetaria y la consecución de la convergencia sean algo más que buenos deseos. No se comprende por ello la poca atención que ha recibido este asunto por parte de algunos fervientes partidarios de caminar de prisa hacia la Unión Monetaria y que incluso se haya pretendido que la propuesta española trata de retrasarla. Llegando al fondo de la cuestión considero que, en realidad, la propuesta del Gobierno español es la más avanzada de las que se han puesto sobre la mesa de negociaciones.

La creación de la nueva institución comunitaria como el auténtico embrión del Banco Central Europeo es otra de las tareas importantes a desarrollar en la segunda etapa. Es evidente que, en la fase de moneda única, la política monetaria de la Comunidad deberá llevarse a cabo con un grado de centralización relativamente elevado. Una institución de la complejidad y la envergadura del Banco Central Europeo no se puede construir súbitamente, sino que es necesario un período de aprendizaje, que será paralelo a la necesidad de reforzar gradualmente el componente de centralización en la toma de decisiones de la política monetaria comunitaria. Contrariamente a los que piensan que el Banco Central Europeo en la fase segunda sería algo parecido a una «concha vacía», creo que la evolución natural de la coordinación de políticas en la Comunidad va a exigir, en un breve espacio de tiempo, que el funcionamiento de la nueva institución prefigure el futuro Banco Central Europeo y que vaya asumiendo, a lo largo de la fase segunda, algunas de sus futuras funciones, a medida que vaya siendo conveniente.

Entre las funciones que debe asumir desde el principio cabe citar, en primer lugar, la de formular recomendaciones de política económica a los países miembros. El Banco Central Europeo debería estar capacitado para publicar la opinión colegiada de los bancos centrales de la Comunidad. Esta tarea, que sería complementaria a los ejercicios de supervisión multilateral de las políticas económicas actualmente existentes, tendría un doble objetivo: garantizar la estabilidad de precios en el área, al ejercer una presión sobre los países con políticas poco disciplinadas, y servir como un instrumento adicional que impulse la convergencia de resultados macroeconómicos, para los países con dificultades en este terreno.

En esta línea de reforzamiento de los estímulos para la convergencia durante la segunda etapa deberían entrar en vigor también algunas de las funciones relacionadas con la Unión Económica y Monetaria, pero que no son cometido del Banco Central Europeo. Así, por ejemplo, sería muy conveniente reforzar las competencias del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN), con el fin de que éste pueda condicionar las negociacio-

nes sobre reajustes de paridades en el Sistema Monetario Europeo a la puesta en práctica, en algunos países, de planes de política económica tendentes a garantizar la convergencia. En este sentido, podría ser aconsejable que, antes de aprobar cualquier reajuste de paridades, el ECOFIN solicitara del Banco Central Europeo un informe sobre la política que debiera seguir el país en cuestión para evitar nuevos reajustes en el futuro. Llegado el caso, el ECOFIN podría condicionar la aprobación de las nuevas paridades propuestas a compromisos formales por parte del país o países que hayan solicitado el reajuste sobre su futura política monetaria y presupuestaria.

Un terreno en el que es necesario reforzar notablemente la coordinación entre los bancos centrales, durante la segunda etapa, es el de la política cambiaria, tanto en su vertiente externa —frente a terceras divisas— como en su vertiente interna —mantenimiento de las paridades entre las monedas del Sistema Monetario Europeo—. En el primer caso, una política cambiaria coordinada frente al resto del mundo evitaría desajustes y tensiones innecesarias y aumentaría notablemente su eficacia; al mismo tiempo, obligaría a una creciente coordinación de las políticas monetarias. En el segundo caso, la institución central del Sistema Europeo de Bancos Centrales podría asumir un papel cada vez más importante en el mantenimiento de la parrilla de paridades, a través de un reforzamiento de los mecanismos de financiación de las intervenciones intracomunitarias.

Por último, aunque no por ello menos importante, un desarrollo del ECU —futura moneda única— en la fase de transición es un objetivo deseable que exige un entramado institucional más sólido que el del actual Comité de Gobernadores. Objetivo deseable, porque aportaría elementos de simetría a la construcción de la Unión Monetaria y sería una poderosa señal de la inequívoca voluntad de progreso hacia sus objetivos últimos. La emisión por el Banco Central Europeo de pasivos denominados en ECU, durante la fase segunda, supondría un notable paso hacia la plena asunción de sus funciones futuras de banco emisor e impulsaría, además, un notable desarrollo de los mecanismos de toma de decisiones colegiadas en el interior del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Una vez establecido el marco de la transición, que deberá materializarse en la fijación de una fecha y unas condiciones objetivas y precisas para el paso a la fase final de la Unión Monetaria, tal como se hizo en la Cumbre de Roma respecto al inicio de la fase de transición, será responsabilidad de cada economía nacional aprovechar los estímulos que genere el nuevo entramado institucional para adaptarse a los requerimientos establecidos y poder cumplir el calendario fijado.

No cabe duda que los países que no estén en condiciones de adaptarse a los plazos fijados, por no haber logrado un grado de aproximación satisfactoria a las condiciones de convergencia y preparación requeridas, se encontrarán en una situación muy difícil, ya que se verán obligados a aceptar un retraso en la plena incorporación a la Unión Monetaria, lo cual aumentaría los costes que tendrían que soportar para alcanzar la convergencia y, a la vez, reduciría y dilataría los beneficios que pueden esperar de este proceso.

Desde el punto de vista de la economía española tiene una enorme trascendencia alcanzar los requisitos necesarios para participar en la fase de transición y para dar el paso a la fase final, en los plazos correspondientes. Si la adaptación de la conducta de los agentes al nuevo contexto económico de la integración se produjese con lentitud y el funcionamiento de nuestra estructura productiva no fuese lo suficientemente flexible, los problemas de inestabilidad y de falta de competitividad nos obligarían a quedarnos rezagados, y durante un largo período probablemente marginados de la integración europea. Con ello se habría perdido la mejor oportunidad que ha tenido la economía española de acercarse a los niveles de desarrollo y bienestar de las economías europeas más avanzadas.

* * * *

Señores consejeros, creo haber abordado los principales retos a los que se enfrenta la economía española en la presente coyuntura. Quisiera finalizar reafirmando mi convencimiento de que los próximos años van a ser decisivos para culminar satisfactoriamente el esfuerzo ya realizado de integración en Europa. Tenemos la oportunidad de consolidar la inserción de nuestra economía en el mercado integrado más amplio del mundo y de que ello nos sirva para corregir la inclinación a la inestabilidad que ahogó con frecuencia en el pasado nuestras posibilidades de crecimiento. Nos encontramos, sin duda, en una encrucijada en la que es especialmente importante que los intereses del muy corto plazo no interfieran en el cumplimiento de los requerimientos que se han de satisfacer para alcanzar una convergencia adecuada. Estoy seguro que este Consejo General, responsable de fijar las líneas generales de la política del Banco de España, continuará asumiendo la delicada tarea de promover las condiciones de estabilidad imprescindibles para el éxito de esta empresa.

LA SINGULARIDAD DEL MARCO INTERNACIONAL

Emilio Ontiveros.

La relevancia de que goza el Informe Anual del Banco de España (IABE), su carácter de referencia central en cuantos análisis se realizan de la economía española, su ventaja comparativa y, en suma, su dimensión política, no se deriva, como es lógico, de su primer capítulo: "La evolución económica internacional". Ello no significa, sin embargo, que su contenido carezca de interés y, mucho menos, que el análisis de los tres siguientes no necesite del contexto definido en aquél. Si, en cualquier año, la descripción del comportamiento de las economías de los países industrializados constituye el fundamento sobre el que ha de asentarse el correspondiente a una economía con el grado de integración internacional de la española, en 1990 los perfiles de ese contexto son, por su singularidad, más vinculantes y susceptibles de atención.

La unificación alemana y el conflicto del Golfo Pérsico constituyen episodios excepcionales que por sí solos subrayan la trascendencia de este primer año de la década; el agotamiento de la fase expansiva experimentada por las economías del área de la OCDE, las turbulencias presupuestarias en EEUU - en un año en el que se ha hecho explícita la vulnerabilidad de su sistema bancario- y la agudización de las dificultades de los países del centro y

del este de Europa, en su transición a esquemas de organización basados en el mercado, también contribuirán a la diferenciación histórica de 1990. Todos esos episodios son objeto de atención diferenciada en el primer epígrafe de este capítulo del IABE, para abordar en los cinco siguientes el análisis de los resultados económicos y de las políticas económicas de los principales países industrializados, el equivalente referido a la CE, con especial referencia al comportamiento del Sistema Monetario Europeo (SME), y a la valoración del proceso de Unión Económica y Monetaria (UEM); en los dos apartados finales se aborda la evolución de las economías de los países del este de Europa y de los países en desarrollo, respectivamente. El comentario que sigue procurará destacar los aspectos más relevantes abordados en ese capítulo, tratando de ampliar su proyección temporal con las evidencias no disponibles en el momento de cierre de ese capítulo, supuestamente a mediados de abril.

Dominio de la incertidumbre

1. Conflicto de Oriente Próximo

Siendo desigual la trascendencia económica de cada una de las "perturbaciones" que dominaron la escena económica mundial en 1990, todas ellas contribuyeron a rodear de una incertidumbre sin precedentes las decisiones de los agentes

económicos; el conflicto en Oriente Próximo fue, sin lugar a dudas, su principal generador y la eventual reedición de crisis energéticas anteriores la más temida amenaza sobre la economía mundial. La inmediata respuesta del precio del crudo a la invasión de Kuwait por Irak y su tendencia ascendente hasta entrado octubre, contribuyeron a que 1990 en su conjunto registrara un precio medio del barril de petróleo de 30 dólares, un 30% superior al correspondiente a 1989. Afortunadamente, las economías de los países industrializados importadores de crudo se presentaban en esta ocasión más protegidas frente a un choque de oferta como los de mediados y finales de los setenta: la mayor eficiencia energética y la menor importancia del petróleo en el conjunto del consumo energético, en un contexto de menor demanda, determinada por la reducción del ritmo de crecimiento de las principales economías, relativizaban la trascendencia con que se presentó la amenaza de una tercera crisis del petróleo.

El final relativamente rápido de la guerra no sólo puso fin a esa incertidumbre, sino que alimentó la formación de expectativas favorables, quizá excesivas, que se trasladaron rápidamente a los mercados financieros. Esa reacción fue especialmente manifiesta en EEUU, cuya economía definía desde hacía meses perfiles claramente recesivos, que serían estadísticamente confirmados meses después, al registrar dos trimestres sucesivos tasas de crecimiento del producto negativas. La pérdida de confianza de los agentes

económicos, antes y después de la guerra, tenía su más elocuente reflejo en la debilidad de la inversión privada y, en menor medida, en el resto de los componentes de la demanda privada. Únicamente las exportaciones netas de bienes y servicios realizaron una aportación positiva al crecimiento del PNB estadounidense, lo contrario de lo sucedido en las otras dos grandes áreas económicas, Japón y la CE. La depreciación del dólar frente a las principales divisas coadyuvaron de forma significativa a ello.

Con todo, como se ha puesto de manifiesto en el borrador de previsiones que la OCDE presentará en su próxima reunión semestral, esa mejora en las expectativas no impedirán que 1991 se salde con un crecimiento económico negativo en EEUU.

2. La fragilidad financiera en EEUU

La vulnerabilidad de la economía estadounidense y las dificultades de sus finanzas públicas, tenía en su sistema financiero uno de sus principales orígenes. La crisis de las entidades de ahorro (Savings & Loans), el deterioro de la calidad de las carteras de préstamos de los bancos comerciales y el intenso recurso que en los años anteriores se había realizado a modalidades de financiación de elevado riesgo relativo en las operaciones de reestructuración empresarial, habían situado a aquel sistema bancario en una

posición de debilidad desconocida desde los años treinta, a tenor de los beneficios y las calificaciones crediticias subsiguientes de la mayoría de las entidades. En un contexto de recesión, el elevado nivel de endeudamiento de la totalidad de los agentes de aquella economía se configuraba como una seria amenaza y, en consecuencia, como una justificación adicional al descenso de los tipos de interés en aquel país.

Los orígenes de esa crisis, su inserción en el proceso desregulador de la actividad de esas entidades de ahorro, las limitaciones del sistema de supervisión estadounidense y los costes que su salvamento originará, son puestas de manifiesto en el IABE. Por lo que hace al resto del sistema bancario estadounidense, cabe destacar el impacto de la adaptación de aquél a las nuevas normas de capital mínimo derivadas de la aplicación de los acuerdos adoptados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS), que han venido a endurecer las exigencias de coeficientes de recursos propios aplicables sobre los activos bancarios, de forma gradual hasta diciembre de 1993. Son numerosas las entidades bancarias estadounidenses que manteniendo una significativa distancia de tales exigencias han respondido reduciendo significativamente su oferta crediticia, incluso a prestatarios de bajo riesgo, con la consiguiente incidencia sobre la actividad económica y los propios beneficios bancarios. Este aspecto es tanto más significativo cuanto que

de empresas orientales y consiguientes necesidades de amparar presupuestariamente las consecuencias de esa igualdad cambiaria. Esa conversión paritaria también explica el importante incremento en la demanda interna y sus consiguientes efectos sobre los precios y las cuentas exteriores; en los dos primeros meses de 1991, el déficit por cuenta corriente asciende a 3.800 millones de marcos, frente a un excedente de 19.100 millones de marcos un año antes.

En la poca información disponible - fragmentaria y de calidad deficiente- el IABE justifica la dificultad para evaluar los efectos de la unificación. Tales limitaciones no han sido óbice para que el presidente del Bundesbank calificara no hace mucho de " desastrosas" tales consecuencias. Junto a ese déficit de ahorro, las amenazas inflacionistas seguirán siendo importantes, en tanto la capacidad productiva de aquella economía no experimente ampliaciones suficientes para satisfacer el incremento en la demanda y sigan siendo necesarios aumentos del gasto público en concepto de transferencias a la extinta RDA. Serán necesarios algunos años para conseguir la convergencia pretendida entre esas dos economías y, en todo caso, será preciso mantener un elevado ritmo de inversión que, junto a la necesaria contención de las tensiones inflacionistas, seguirá determinando una política monetaria de marcado carácter restrictivo. Tipos de interés relativamente

se presenta simultáneamente a una probable inadecuación de los flujos de ahorro mundial a los incrementos en las correspondientes necesidades de inversión; esa menor disposición de los bancos comerciales americanos, otrora principales intermediarios en la distribución internacional de liquidez, puede afectar adversamente a la financiación de la inversión necesaria en los países del este de Europa, de Oriente Próximo y en la propia Alemania.

3. La unificación alemana.

Un mes antes de la invasión de Kuwait por Irak entraba en vigor el tratado entre la RFA y la RDA que unía política, económica y monetariamente a ambos países. El deterioro que venía experimentando la segunda (los continuos flujos migratorios eran el exponente más representativo de ello) y la avidez de la coalición gobernante en la RFA por capitalizar políticamente una decisión de tal envergadura, se antepuso a la consideración detenida de los costes y beneficios: a la prudencia del Bundesbank, obligado a aceptar una tasa paritaria de conversión entre ambas monedas (a excepción de algunos activos y pasivos bancarios a los que se les aplicó una relación de 2 por 1) que hacía abstracción de las importantes diferencias de productividad entre ambas economías. Una decisión tal precipitaría la manifestación de las diferencias estructurales entre ambas economías: quiebras

elevados, en definitiva, que tratarán de actuar como principal foco de atracción de ahorro exterior.

De la unificación alemana ha emergido, en definitiva, una economía con perfiles bien distintos a la que con su estabilidad garantizaba en gran medida la del conjunto de la región. Quizás sea este el aspecto hoy más destacable: el grado de afectación de la nueva economía alemana al proceso de unión económica y monetaria de Europa.

El horizonte de la Unión Económica y Monetaria.

La concepción del proceso de Unión Económica y Monetaria (UEM) de Europa tuvo lugar en momentos bien distintos a los que habrá ser objeto de aplicación. Las diferencias no derivan únicamente de la distinta fase en que ha entrado el crecimiento de las economías europeas, sino también de las más profundas divergencias existentes entre ambas y, en consecuencia, de las desiguales prioridades de las respectivas políticas económicas. Inmersos desde el pasado julio en la primera fase de la UEM, sus objetivos radican en la convergencia de los resultados económicos, la formación de un mercado interior único y un único espacio financiero, la incorporación de todas las monedas comunitarias al Mecanismo de Cambios del SME, la eliminación de los obstáculos hoy existentes a la utilización del ECU y el reforzamiento de las competencias del Comité de Gobernadores de los Bancos

Centrales de la CEE.

Enero de 1994 habrá de marcar el inicio de la más determinante fase de ese proceso, de transición a la UEM. En el contenido y calendario específico de esa segunda fase se sintetizan hoy gran parte de las diferencias entre los gobiernos de los países miembros. La creación y puesta en funcionamiento del sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el desarrollo de los instrumentos necesarios para una política monetaria única y el reforzamiento del ECU - futura moneda única de la Comunidad- son sus principales objetivos. Es la creación del SEBC, sus competencias y el momento de inicio de sus actividades, el centro de atención preferente de las discusiones en torno a esta fase y el objeto fundamental de una de las dos Conferencias Intergubernamentales, destinadas a reformar el tratado constitutivo de las Comunidades Europeas. Los estatutos de ese Banco Central Europeo, elaborado por el comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la CE, se acompañarán al nuevo Tratado, una vez sea aprobado, por unanimidad, por el Consejo Europeo y por los Parlamentos nacionales.

En el IABE se da cumplida referencia al estado actual de las discusiones a este respecto y a las posiciones defendidas por los gobiernos, incluida la del español. La defensa del gradualismo en la consecución de los objetivos de esta fase, frente a enfoques más decididamente partidarios de una unión

monetaria relativamente rápida, sintetiza las distintas aproximaciones. Una transición rápida podría determinar una unión monetaria en varios niveles, en la que los países que definen una mayor convergencia - los considerados el núcleo del SME- podrían asumir la existencia de una moneda única relativamente pronto, mientras que el resto - entre los que muy probablemente se encontraría España- se irían incorporando a medida que sus resultados definieran la necesaria convergencia con los primeros. El resultado, en definitiva, no sería otro que la concreción del tópico ampliamente extendido de una UEM a varias velocidades.

Perspectivas

El IABE da cuenta igualmente del comportamiento de las economías de los países en desarrollo y de las del centro y del este de Europa. El examen de la evolución del SME y la revisión de las políticas económicas aplicadas en el CE completan la panorámica trazada en este capítulo. Obviamente, no alcanza a recoger algunas de las previsiones más importantes sobre la evolución de las economías industrializadas. Es el caso de las elaboradas -todavía en fase de borrador- por la OCDE y que se harán públicas con ocasión de la reunión semestral de esta organización, el próximo junio (cuadro adjunto). Conviene destacar - con la cautela que sugiere la fase de elaboración de tales previsiones- algunos rasgos fundamentales de la misma, en la

medida en que suponen una significativa revisión a la baja del crecimiento de las economías occidentales, sobre las aportadas el pasado diciembre por esa misma organización y por las hechas públicas por el Fondo Monetario Internacional.

Frente al 2% de crecimiento previsto el pasado diciembre, será del 1% el registrado por las economías industrializadas en 1991. La esperada recuperación no tendrá lugar hasta entrado el segundo semestre de este año, para registrar en 1992 una tasa conjunta de crecimiento del 2.9%. La relativa contención de la inflación que se anticipa en esas pevisiones no estará acompañada de un registro similar en el desempleo del area, que se mantendrá en el 7.1%, previsto como promedio para este año 1991; Europa registrará la más elevada tasa, hasta el 9%. Un cuadro, en definitiva, que obligará a la definición de orientaciones de política económica divergentes en el seno de los principales países, impidiendo la reducción de uno de los efectos más adversos apreciados en 1990: el deterioro en el clima de cooperación económica internacional.

PREVISIONES ECONOMICAS DE LA OCDE				
	1989	1990	1991	1992
CRECIMIENTO ECONOMICO				
Estados Unidos	2,5	0,9	-0,1	3,3
Japón	4,7	5,6	3,1	3,5
Alemania	3,8	4,6	2,6	2,1
Países Europeos de la OCDE	3,3	2,8	1,3	2,3
Todos los países de la OCDE	3,3	2,6	1,0	2,9
INFLACION (**)				
Estados Unidos	4,1	4,1	4,0	3,9
Japón	1,9	1,9	1,9	1,8
Alemania	2,6	3,5	4,5	3,8
Países Europeos de la OCDE	5,6	5,8	5,9	4,9
Todos los países de la OCDE	4,4	4,3	4,4	3,8
DESEMPLEO				
Estados Unidos	5,3	5,5	6,7	6,2
Japón	2,3	2,1	2,2	2,3
Alemania	5,6	5,0	4,8	5,2
Países Europeos de la OCDE	8,5	8,0	8,7	9,0
Todos los países de la OCDE	6,4	6,2	7,1	7,1
* Los datos de Alemania se refieren sólo a la antigua RFA				
** Deflactor del Producto Interior Bruto				
Fuente: OCDE				

LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Federico Prades

Asesor Económico de la AEB.

1. El balance de 1990: los hechos

Al establecer el balance económico del ejercicio de 1990, el Informe anual elaborado por el Banco de España enfatiza una serie de resultados entre los que cabe señalar, como más significativos, los que a continuación se enumeran:

- Se ha progresado en el proceso de corrección de los *desequilibrios básicos* de nuestra economía reduciendo sustancialmente los diferenciales entre los ritmos de crecimiento del gasto, nominal y real, de España y los países centrales del SME.

- El crecimiento de PIB real en 1990 se estima en un 3,7 por 100, lo que supone un descenso de un punto porcentual respecto al del año anterior. Reviste mayor relevancia la notable desaceleración de la tasa de expansión de la *demanda nacional* que de registrar un avance del 7,8 por 100 en 1989 ha limitado su crecimiento a un 4,6 por 100 en 1990. Todos los componentes de la demanda interna han contribuido a esta desaceleración, pero de un modo más acusado la *formación bruta de capital* y, dentro de ésta última la inversión en bienes de equipo.

- Como consecuencia de la mencionada desaceleración de la demanda nacional, las importaciones han igualmente reducido su ritmo de crecimiento que, al combinarse con un comportamiento positivo de las exportaciones, ha disminuído notablemente la detracción por parte del *sector exterior* de crecimiento global. Ello, junto con una adicional mejora de la *relación real de intercambio* ha permitido reducir el peso del *déficit comercial* y estabilizar el del *déficit por cuenta corriente*.

- Los resultados en materia de precios solamente pueden valorarse de moderadamente positivos ya que la reducción de la tasa de *inflación* ha sido muy reducida y se ha visto dificultada por la presión alcista que han ejercido los *costes salariales*.
- En este contexto, de desaceleración del crecimiento y del gasto, el volumen de *empleo* generado a lo largo del año ha registrado igualmente una intensidad menor con relación al que pudo alcanzarse en los ejercicios anteriores.

2. Las políticas económicas y su incidencia

A juicio del Banco de España, el papel que ha jugado la *política monetaria* en este proceso de "enfriamiento" y de reconducción de los desequilibrios ha sido determinante. La orientación de la política monetaria ha sido decididamente restrictiva recurriendo a la adopción de medidas excepcionales tales como el control directo del crecimiento del crédito. Al mismo tiempo, la política monetaria tuvo que compatibilizar el rigor en el control de los agregados monetarios con los compromisos derivados de la participación de la peseta en el *SME*.

Por su parte, la *política presupuestaria* no llegó a incorporar la austeridad que hubiera sido deseable y haber así contribuido al proceso de corrección de los desequilibrios. En este sentido, la contención del gasto fue insuficiente siendo de destacar la ausencia de control por parte de los entes territoriales responsables de gran parte del déficit finalmente registrado por el conjunto de las AA.PP.

Por último, en lo que al desarrollo de la *política salarial* se refiere, el Informe destaca el papel negativo que ha supuesto el fuerte aumento de los costes salariales durante el pasado ejercicio lo que ha impedido progresar de un modo más significativo en la reducción de la inflación y el mantenimiento de un nivel adecuado de la rentabilidad empresarial.

3. Algunas consideraciones clave del Informe

A lo largo de sus análisis, el Informe destaca una serie de puntos o valoraciones de particular importancia, y entre los que cabe resaltar los siguientes:

- La continua distinción entre el comportamiento de los *sectores expuestos o protegidos* a la competencia internacional, elemento de particular importancia en el marco de una profunda apertura exterior de nuestra economía. En este sentido las restricciones han tenido un mayor impacto en el sector "expuesto" que en el "protegido".
- El análisis de la *competitividad* ocupa un lugar destacado en el Informe. La conclusión sobre este punto puede resumirse en el hecho de que se ha producido un importante deterioro de nuestra competitividad precios-costes siendo la intensidad de dicha pérdida tanto más acentuada o perceptible cuando su medición se efectúa a través de los precios de formación fundamentalmente interna (menos sujetos a la competencia sobre los mercados internacionales).
- Este análisis de la competitividad se pone en relación con la evolución de nuestro *comercio exterior* llegando a la conclusión que, tras nuestra integración en la Comunidad, las importaciones han crecido por encima de lo que vendría determinado por dicha relación mientras que las exportaciones lo hicieron por debajo.

- La *formación de los salarios* en nuestra economía continúa siendo, de acuerdo con el Informe, inadecuada ya que por un lado la reivindicaciones se establecen en función fundamentalmente del índice de precios al consumo sin tomar en consideración plenamente el comportamiento de la productividad (general, sectorial o empresarial). Al mismo tiempo, los sectores con mayor grado de rigidez o ineficiencia tienden a asimilar unos incrementos salariales que superan con creces los que efectivamente podría soportar lo que incide negativamente sobre el desarrollo de su actividad, su capacidad de invertir, de competir, de generar empleo, etc.

4. Valoración general

El Informe del Banco de España presenta un *diagnóstico adecuado* de la situación económica, incorpora un *contenido analítico* rico y sugestivo al mismo tiempo que detecta correctamente los riesgos y define las orientaciones necesarias en el terreno de la *política económica* para alcanzar una solución satisfactoria.

Sintetizando al máximo el mensaje que se desprende del Informe podría decirse que, aun orientándonos en la buena dirección, la corrección de nuestros *desequilibrios* no puede considerarse culminada. Por otra parte, las exigencias que se derivan de nuestro proceso de integración y de apertura exterior son cada vez mayores, reducen el margen de determinadas opciones y acentúa los efectos de las divergencias o errores en el diseño de la política económica. Consecuentemente, la política económica debe continuar dando prioridad al *rigor* en el control de los equilibrios internos y externos y a la *flexibilización* de los mercados con el fin de ampliar su capacidad de respuesta por parte de los agentes a las nuevas condiciones del mercado. En este contexto, adquieren una particular importancia la formación de los *costes salariales*, así como la necesidad de avanzar en la eficiencia y el control por parte de las *AA.PP.* tanto en la vertiente de ingresos como de gastos.

A un nivel más de detalle pueden no obstante señalarse determinados puntos que no parecen quedar suficientemente claros o tratados.

Hubiera sido deseable que el Informe se pronunciara más claramente sobre las limitaciones, sobre todo de cara al futuro, de la *política monetaria* y de su "coste" al tener que asumir un "excesivo" protagonismo ante la ausencia de una adecuada sinergia con las restantes vertientes de la política económica (presupuestaria, salarial y estructural).

A la lectura de determinados análisis del Informe podría llevarse el lector la falsa impresión de que mientras que el *sector "expuesto"* se ajusta a las exigencias de la competencia internacional, el hecho de que se mantengan divergencias en el *sector "protegido"* no plantea grandes problemas (poco significado de la medición de la competitividad a partir de los precios flexibles, industriales o a la exportación que vienen determinados por la unicidad de los mismos en el mercado internacional). La persistencia de divergencias importantes de los precios en el sector protegido da lugar a efectos muy negativos (deterioro del tejido industrial, desplazamientos de la actividad hacia el sector "protegido", sustitución de producción interior por importación, etc.). No debe perderse de vista que, en la medida en que la "Ley del precio único" juega un papel determinante en la formación de los precios en el mercado internacional, la sobrevaloración monetaria viene fundamentalmente determinada por las disparidades en los sectores menos expuestos a la competencia.

Aunque la respuesta es difícil, sería conveniente profundizar el análisis de la evolución de los precios relativos y de la competitividad en términos de "niveles" así como el de una eventual mejora del *contenido "cualitativo"* de los bienes producidos ya que unos avances en este sentido (como consecuencia de una mayor especialización de la producción hacia bienes con mayor contenido de valor añadido) podría explicar parte del alza en el nivel de determinados precios.

Por último, produce cierta perplejidad el avance tan bajo de la productividad aparente del trabajo llegando a situarse, en algunos casos, en tasas negativas. Esta situación es difícilmente explicable e incita a pensar que las estadísticas de base presentan deficiencias. Por otro lado, si la productividad del factor trabajo estuviera sesgada a la baja, los costes laborales unitarios lo estarían al alza y se sobrevaloraría la pérdida de competitividad costes.

LA FINANCIACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1990

Victorio Valle

I. Introducción.

El Capítulo III del Informe del Banco de España correspondiente a 1990 constituye, como cada año, un repaso completo y penetrante de los desequilibrios financieros de los diferentes sectores de la economía española, de sus causas y de la forma en que los activos, mercados e instituciones que componen el sistema financiero han ejercido su importante función de mediación.

Hay un aspecto importante, que afecta a algunas de las cifras macroeconómicas básicas en que el análisis del capítulo se centra, que conviene comentar desde un principio ya que el juicio sobre el comportamiento económico de algunas unidades -en concreto Administraciones Públicas y familias- adquiere un sentido distinto, según la posición que se adopte. El mencionado aspecto se refiere al aplazamiento que las devoluciones de cuotas diferenciales negativas del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas (IRPF) correspondientes a 1989 experimentaron en ese ejercicio, trasladando la corriente financiera que su devolución a los contribuyentes implica, a 1990. La importancia cuantitativa de dichas devoluciones (335 mil millones de pesetas), supone que si su pago se atribuye -según un simple concepto de caja- a 1990, las magnitudes de la renta disponible y el ahorro presentan una estructura institucional considerablemente distinta que si su atribución contable se realizara, como parece más conforme al criterio de contabilizar las operaciones en el período en que ejerce sus efectos económicos, en 1989, año en que estas devoluciones, conocidas y esperadas por los contribuyentes, debieron producir buena parte de sus efectos en la distribución de la renta disponible familiar entre consumo y ahorro.

Este dilema contable que sólo tendrá una solución definitiva cuando el Instituto Nacional de Estadística publique las cifras de la Contabilidad Nacional de España, correspondientes a 1990, obliga al Banco de España en su Informe anual a realizar con frecuencia un doble análisis de algunos comportamientos clave en la economía, de acuerdo

con los dos criterios señalados, como los extremos de una horquilla en alguno de cuyos puntos intermedios se sitúa, aunque no se conozca con precisión, la posición correcta, dejando al lector del Informe la decisión provisional de realizar su propia interpretación.

Con independencia de esta limitación de partida, el estudio sobre la financiación de la economía en 1990 que realiza el Informe del Banco de España, recorre sistemáticamente los tres aspectos centrales que tópicamente integran un análisis de esta naturaleza:

1º) La economía española en su conjunto presenta en 1990 un nivel de necesidades de financiación que representa un 3,2 por cien del PIB. Ello implica que el ahorro nacional sigue la trayectoria iniciada en 1988 de insuficiencia para financiar el nivel de inversión de la economía española pese a la menor intensidad del avance de esta última aunque es cierto que el crecimiento en 1990 de sus necesidades de financiación (0,3 puntos del PIB) es considerablemente inferior al de 1989 (2,0).

Un desequilibrio para el que, un año más, la economía española no ha encontrado especiales problemas en su financiación por la vía de la entrada de capitales extranjeros particularmente en la forma de inversión directa.

2º) La visión del comportamiento por grupos institucionales, arroja los siguientes resultados:

a) El déficit de las Administraciones Públicas se reduce (en 0,7 puntos del PIB), lo que junto al mantenimiento del consumo público en términos de PIB y al ligero crecimiento de los gastos de capital (ya que la mayor inversión pública se compensa con una reducción en magnitud parecida de las transferencias netas de capital), determina que la reducción del déficit sea imputable al aumento del ahorro público, obtenido una vez más, sobre la base del crecimiento de la presión fiscal de las familias (medio punto de PIB) que ha compensado

con creces la reducción de la presión fiscal correspondiente a los impuestos indirectos.

b) Las familias han incrementado su capacidad de financiación de la economía (en 0,3 puntos del PIB), debido a la compresión de su consumo -en el que sin duda han debido influir las limitaciones crediticias de 1990- y la práctica estabilidad de su gasto de inversión⁽¹⁾.

c) Las empresas no financieras han incrementado sus necesidades de financiación (0,6 puntos de PIB) en mucha menor medida que en 1989. Pese a la caída, por primera vez desde 1985, de la tasa de inversión respecto al PIB, la reducción de los beneficios empresariales, y por tanto del ahorro, y de las transferencias de capital recibidas de las Administraciones Públicas -medidas todas estas variables en relación al PIB- han dado como fruto una necesidad creciente de financiación por parte de las empresas.

3º) Desde el punto de vista de la instrumentación de los flujos financieros entre unidades y sectores económicos, los rasgos más destacables de 1990 son:

a) El auge de los pagarés de empresa, como reflejo de las limitaciones cuantitativas relativas al crédito bancario, vigentes en 1990.

b) La continuidad en la trayectoria creciente de la financiación exterior.

c) La reducción en el volumen de emisión de pasivos financieros

¹ En las referencias contenidas en los apartados a) y b) se está suponiendo que las devoluciones del IRPF antes mencionadas y que suponen 0,7 puntos del PIB, se imputan en su integridad a 1989.

públicos, cuyo origen está en el decrecimiento de los saldos de pagarés forales a lo largo de 1990.

d) El recurso prioritario de las Haciendas territorial al crédito bancario.

e) La colocación de títulos públicos entre los particulares -a través del sistema bancario- como norma de financiación del Estado.

II. Las necesidades globales de financiación de la economía.

El desequilibrio global de la economía española respecto al exterior refleja primariamente el déficit de la balanza de pagos corriente cuyo progresivo deterioro desde 1988 experimenta en 1990 un cierto freno como consecuencia de la reducción del déficit comercial, en relación con el PIB -en respuesta a las políticas de control del gasto nominal- y a pesar del retraimiento en las entradas por turismo. El cuadro nº 1 ofrece una visión sintetizada de las cifras básicas de la balanza de pagos en 1989 y 1990.

La entrada de capitales ha permitido con su positiva evolución, sobre todo a partir de la segunda parte del año, la financiación del déficit exterior corriente y una adición a la acumulación de reservas internacionales. La estructura de las entradas de capital extranjero muestra un considerable aumento de las inversiones directas y de las operaciones del sistema bancario, junto con una moderación de la inversión en cartera (ver Cuadro nº 2).

Es de destacar asimismo una importante revitalización del flujo de inversiones españolas en el exterior que ha pasado de 187 a 416 miles de millones de pesetas, como fruto de la amplia liberalización de movimiento de capitales entre España y el resto del mundo, anticipándose a los compromisos derivados de la pertenencia a la Comunidad Europea.

CUADRO N° 1
BALANZA DE PAGOS

	Saldos en miles de millones de Pesetas.	
	<u>1989</u>	<u>1990</u>
<u>1. Bienes y servicios</u>	<u>- 1.470</u>	<u>- 1.646</u>
Bienes	- 3.310	- 3.343
Turismo	1.552	1.440
Otros	288	217
<u>2. Rentas y transferencias</u>	<u>19</u>	<u>122</u>
<u>3. Cuenta corriente (1+2)</u>	<u>- 1.451</u>	<u>- 1.768</u>
<u>4. Transferencias de capital</u>	<u>138</u>	<u>143</u>
<u>5. Necesidades de financiación (3+4)</u>	<u>- 1.313</u>	<u>- 1.625</u>
<u>6. Capital a largo plazo</u>	<u>2.037</u>	<u>1.931</u>
<u>7. Capital a corto plazo</u>	<u>- 46</u>	<u>14</u>
<u>8. Otras operaciones del sistema crediticio</u>	<u>- 210</u>	<u>29</u>
<u>9. Partidas no clasificadas y ajuste</u>	<u>468</u>	<u>349</u>

CUADRO N° 2
ESTRUCTURA DE LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPA
ÑOLA (% del Total)

	<u>1989</u>	<u>1990</u>
<u>I. Entradas de capital a largo plazo</u>	<u>91,9</u>	<u>71,6</u>
<u>1. Inversiones privadas</u>	<u>71,5</u>	<u>56,3</u>
Directas	27,6	32,7
De Cartera	30,3	13,8
En Inmuebles	12,5	7,4
Otros	1,1	2,4
<u>2. Créditos privados</u>	<u>4,3</u>	<u>4,4</u>
<u>3. Capital público</u>	<u>16,1</u>	<u>10,9</u>
<u>II. Entradas de capital a corto</u>	<u>- 19</u>	<u>0,4</u>
<u>III. Operaciones del sistema crediticio</u>	<u>10,0</u>	<u>28,0</u>
Pesetas convertibles	3,0	0,7
Posición entidades delegadas	5,1	15,0
Pasivos en ptas. no residentes	1,9	12,3

El problema que la financiación exterior de la economía suscita y sobre el que es preciso llamar la atención es el de la duda sobre su sostenibilidad a largo plazo, lo que obliga a la necesaria continuidad de la política de control de la demanda interna, para evitar el crecimiento excesivo del gasto nominal y la conveniencia de que ésta discurra por una combinación más equilibrada de políticas monetaria y presupuestaria para evitar los efectos de diferenciales excesivos de los tipos de interés que un uso exclusivo de la política monetaria produce.

III. El comportamiento financiero de las Administraciones Públicas.

En el análisis de las Administraciones Públicas por el Informe del Banco de España, lo primero que hay que destacar es la reanudación de la elaboración de la cuenta de renta y utilización de la renta y capital, -que en el Informe del pasado año faltó a su cita anual- y que permite seguir la trayectoria de la renta disponible de las Administraciones Públicas y de sus elementos componentes. El cuadro nº 3 recoge esa cuenta para el último trienio.

CUADRO Nº 3 ADMINISTRACIONES PUBLICAS CUANTAS DE RENTA, UTILIZACION DE RENTA Y CAPITAL									
mm, %									
	Valores corrientes			Tasas de variación			Porcentajes del PIB		
	1988	1989	1990	88/87	89/88	90/89	1988	1989	1990
Ingresos corrientes	14.935.9	17.566.3	19.363.8	10.5	17.6	10.2	37.2	39.0	38.7
<i>Corregidos de IRPF (a)</i>	(-)	(17.231,3)	(19.698,8)	(-)	(15,4)	(14,3)	(-)	(38,3)	(39,3)
Impuestos lig. a prod. e import.	4.138.0	4.655.9	4.915.9	10.0	12.5	5.6	10.3	10.3	9.8
Impuestos de renta y patrimonio	4.200.7	5.401.6	5.918.7	13.3	28.6	9.6	10.5	12.0	11.8
Cotizaciones sociales	5.027.9	5.710.0	6.524.0	8.9	13.6	14.3	12.5	12.7	13.0
Otros ingresos	1.569.3	1.798.8	2.005.0	10.1	14.6	11.5	3.9	4.0	4.0
Transferencias corrientes pagadas	8.313.5	9.453.2	10.589.7	11.3	13.7	12.0	20.7	21.0	21.1
Prestaciones sociales	5.567.2	6.306.6	7.060.0	11.6	13.3	12.0	13.9	14.0	14.1
Subvenciones de explotación	830.9	846.9	903.9	27.0	1.9	6.7	2.1	1.9	1.8
Intereses efectivos pagados	1.342.5	1.544.2	1.760.6	6.9	15.0	14.0	3.3	3.4	3.5
Otras transferencias	573.0	755.5	865.2	0.3	31.9	14.5	1.4	1.7	1.7
Renta disponible bruta	6.622.4	8.113.1	8.774.1	9.6	22.5	8.1	16.5	18.0	17.5
Consumo público	5.924.2	6.786.7	7.579.3	8.7	14.6	11.7	14.8	15.1	15.1
Remuneración de asalariados	4.197.1	4.758.0	5.417.3	11.9	13.4	13.9	10.5	10.6	10.8
Compras netas	1.319.9	1.565.9	1.642.0	-1.9	18.6	4.9	3.3	3.5	3.3
Consumo de capital fijo	407.2	462.8	520.0	14.6	13.7	12.4	1.0	1.0	1.0
Ahorro bruto	698.2	1.326.3	1.194.8	18.3	90.0	-9.9	1.7	2.9	2.4
<i>Corregido de IRPF (a)</i>	(-)	(991,3)	(1.529,8)	(-)	(42,0)	(54,3)	(-)	(2,2)	(3,1)
Ingresos de capital	229.4	286.0	335.0	52.3	24.7	17.1	0.6	0.6	0.7
Impuestos sobre el capital	98.5	96.5	115.0	36.1	-2.1	19.2	0.2	0.2	0.2
Transferencias recibidas	130.9	189.5	220.0	67.3	44.8	16.1	0.3	0.4	0.4
Inversión pública	1.541.0	1.949.0	2.440.0	23.7	26.5	25.2	3.8	4.3	4.9
Formación bruta de capital fijo	1.476.3	1.872.7	2.360.0	24.2	26.9	26.0	3.7	4.2	4.7
Adquisición neta de terrenos	64.8	76.3	80.0	15.1	17.8	4.8	0.2	0.2	0.2
Transf. de capital entregadas	697.6	893.9	810.0	10.0	28.1	-9.4	1.7	2.0	1.6
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-1.311.0	-1.230.6	-1.720.2	15.2	-6.1	39.8	-3.3	-2.7	-3.4
<i>Corregida de IRPF (a)</i>	-	(-1.565,6)	(-1.385,2)	-	(19,4)	(-11,5)	-	(-3,5)	(-2,8)
PRO MEMORIA:									
Ingresos totales	15.165.4	17.852.3	19.698.8	11.0	17.7	10.3	37.8	39.7	39.3
Gasto total	16.476.4	19.082.9	21.320.8	11.3	15.8	11.7	41.0	42.4	42.8
Demanda final	7.400.5	8.659.4	9.939.3	11.4	17.0	14.8	18.4	19.2	19.8
Déficit del Estado (-)	-1.184.5	-964.7	-1.302.4	-7.3	-18.6	35.0	-2.9	-2.1	-2.6
<i>Corregido de IRPF (a)</i>	-	(-1.299,7)	(-967,4)	(-)	(9,7)	(-25,6)	(-)	(-2,9)	(-1,9)

Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.
(a) Se minoran los ingresos de 1989 en 335 mm, y se incrementan en la misma cantidad los ingresos de 1990.

Destaca el aumento de un punto porcentual en la proporción de los ingresos corrientes sobre el PIB -cuando las devoluciones del IRPF se imputan a 1989- protagonizado por el nuevo crecimiento de la imposición sobre la renta y el patrimonio que compensa en exceso la pérdida de peso recaudatorio de los impuestos indirectos debida tanto a la menor intensidad de la actividad económica como por la mayor aportación del IVA a la financiación de la CEE. Conviene en este sentido recordar que el movimiento de la imposición española va en contra de las tendencias que parecerían deseables y que apuntan a la conveniencia de aumentar la proporción de los impuestos indirectos por la vía del IVA y reducir el peso y progresividad del IRPF por sus mayores efectos reconocidos sobre los incentivos económicos como fruto de la acción combinada de progresividad e inflación.

La estabilidad que, en términos de PIB, muestra los gastos de transferencias corrientes y de consumo, no impide que el gasto total de las Administraciones Públicas se sitúe en 1990 en el 42,8 del PIB con ganancia de 0,4 puntos que señala con toda claridad el carácter expansivo -y por ello poco colaborador a las necesidades de ajuste global de la economía española- de la actividad económica de las Administraciones Públicas.

El sustancial aumento del ahorro que las Administraciones Públicas han logrado en 1990 ha permitido, junto con la práctica estabilidad del gasto de capital -aumento de la inversión pública y reducción de las transferencias de capital- una caída destacable de las necesidades de financiación pública de 0,7 puntos de PIB. Saneamiento financiero público conseguido un año más por el sistema de aumentar la presión fiscal directa familiar, lo que deteriora el ahorro privado y no por el camino más ortodoxo y deseable de contener el gasto público nominal para lo que, de nuevo, las Administraciones Públicas españolas se han mostrado incapaces. Lo que obliga, de cara al futuro a una difícil actitud perseverante en el dominio de la evolución del gasto público y en la necesaria política de consolidación del déficit público.

Un aspecto reseñable es la importancia creciente de las haciendas territoriales en el comportamiento inversor del sector público español. En 1990 la inversión real de las haciendas subcentrales representó el 62,2 por cien de la inversión pública total, y el déficit público es imputable en una cuarta parte a las haciendas subcentrales.

Desde el punto de vista financiero, en 1990, se han reducido las variaciones netas de activos y pasivos financieros públicos respecto a 1989. La causa fundamental de este cambio es imputable a la amortización de los pagarés forales y la correlativa reducción de los depósitos bancarios en que estaban invertidos los fondos procedentes de las emisiones de tales pagarés. Con todo, el nivel de la deuda pública se sitúa en el 46,2 por cien del PIB, lo que muestra un nivel elevado y rápidamente alcanzado, del endeudamiento público español.

El cuadro número 4, muestra la estructura de los pasivos financieros del sector público. Los hechos más significativos son:

- a) La ligera reducción del recurso del Tesoro al Banco de España, en cumplimiento de las limitaciones establecidas en la Ley de Presupuestos, aunque sea una reducción parcialmente compensada por el aumento de la cartera de deuda pública en poder del Banco de España.
- b) La caída programada en Pagarés del Tesoro -y pagarés forales- y el aumento sustancial de la proporción que en los pasivos públicos representan las Letras del Tesoro.
- c) El aumento destacable de la proporción de valores de renta fija en los pasivos financieros públicos. Aumento en el que, con independencia del desarrollo de los mercados de Deuda Pública, ha debido influir el aumento sustancial de deuda por no residentes ante el tratamiento fiscal favorable dispensado a las retenciones en el IRPF.
- c) El aumento moderado del crédito -interior y exterior- y de los valores de renta fija.

Estos cambios de estructura se han producido como consecuencia tanto de la limitación ya mencionada, respecto al recurso en el Banco de España, como de la reducción del coeficiente de inversión de instituciones financieras. Es, por otra parte un cambio de estructura que implica, por ambas causas apuntadas, un mayor recurso al endeudamiento en

CUADRO N° 4 ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS		
	1989	1990
	% s/Total	% s/Total
Moneda metálica	1,2	1,2
Banco de España	5,5	5,0
Letras del Tesoro	25,6	31,9
Pagarés del Tesoro	21,7	16,0
Pagarés Forales y otros	5,9	2,8
Valores Renta fija	24,5	24,8
Créditos interiores	8,8	11,3
Créditos exteriores	2,8	3,6
Otros no clasificados	4,0	3,4
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	100	100
Fuente: Banco de España: Informe Anual, Boletín estadístico y elaboración propia.		

condiciones de mercado y, por tanto, con mayor coste financiero para el sector público, lo que se pone de manifiesto en la alta tasa de aumento (14 por cien) de los intereses efectivos pagados en 1990 respecto al año anterior.

El ahorro nacional.

Los datos contenidos en el Informe del Banco de España, permiten apreciar la estructura del ahorro nacional y sus cambios en 1990. Tal es el propósito del cuadro n°

5.

CUADRO N° 5				
Estructura del Ahorro nacional				
	1989		1990	
	Valores brutos	Valores ajustados*	Valores brutos	Valores ajustados*
<u>1. Ahorro nacional</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>
<u>2. Ahorro privado</u>	<u>86,7</u>	<u>90,0</u>	<u>89,3</u>	<u>86,3</u>
Familias	25,5	28,8	29,7	26,7
Empresas no financieras	48,9	48,9	47,4	47,4
Instituciones financieras	12,3	12,3	12,2	12,2
<u>3. Ahorro público</u>	<u>13,3</u>	<u>10,0</u>	<u>10,7</u>	<u>13,7</u>
* Las devoluciones aplazadas del IRPF se atribuyen a 1989.				

La estructura del ahorro nacional, con los datos ajustados por las tantas veces referidas devoluciones del IRPF, muestra una nueva pérdida de peso del ahorro privado (que en términos de PIB ha pasado del 19,8 en 1989 al 19,1 en 1990) y un correlativo aumento del ahorro público (que aumenta del 2,2 al 3,1 del PIB). Dentro del ahorro privado total el más incidido es el ahorro familiar -particularmente afectado por el aumento de la imposición familiar- frente a una caída menos intensa del ahorro empresarial como fruto de la moderación del excedente y de la elevación de los costes financieros de las empresas.

Un aspecto de cierto interés es el relativo a los cambios producidos, desde una perspectiva financiera en la composición de los pasivos privados en las entidades bancarias. El cuadro n° 6 ofrece un repaso de su estructura:

CUADRO N° 6 ESTRUCTURA DEL PASIVO DEL SISTEMA BANCARIO % del Total		
	1989	1990
Depósitos a la vista	21,0	24,7
Depósitos de ahorro	32,8	32,3
Acreedores por operaciones de Seguros	2,8	1,5
Cesiones temporales	20,8	20,4
Participaciones en activos	0,2	-
<u>total</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>

Se observa un claro desplazamiento hacia las modalidades de cuentas corrientes, donde la "guerra del pasivo" ha tenido su campo de batalla, en detrimento de las restantes formas de pasivos bancarios.

En los ingresos familiares se observa en 1990 una aceleración del incremento en la remuneración de los asalariados, basada en el intenso crecimiento salarial registrado, a pesar de la rápida reducción en los ritmos de creación de empleo.

La reducción, en términos de PIB, del consumo familiar y de los gastos de capital reflejan las dificultades crediticias que han debido soportar las familias en 1990 -el crédito bancario a las familias en 1990 ha aumentado un 25 por cien menos que en 1989- lo que ha contribuido a mejorar la situación del endeudamiento familiar y su tónica creciente desde 1985.

Los datos básicos de las empresas no financieras, se muestran en los cuadros n° 7 y 8. El cuadro n° 7 ofrece la evolución de las cuentas de renta y de capital de las empresas no financieras. Los datos permiten comprobar el aumento de los gastos corrientes de las empresas en términos de PIB y la disminución de las transferencias neta de capital

CUADRO Nº 7
EMPRESAS NO FINANCIERAS. CUENTAS DE RENTA, UTILIZACION DE RENTA Y CAPITAL

mm, %

	Valores corrientes			Tasas de variación			Porcentajes del PIB		
	1988	1989	1990	88/87	89/88	90/89	1988	1989	1990
	Ingresos corrientes	9,762.3	10,887.0	12,112.1	15.4	11.5	11.3	24.3	24.2
Excedente bruto de explotación	9,175.9	10,199.0	11,319.1	15.5	11.2	11.0	22.8	22.7	22.6
Intereses efectivos recibidos	403.0	480.0	560.0	12.7	19.1	16.7	1.0	1.1	1.1
Cotizaciones sociales	183.4	208.0	233.0	16.5	13.4	12.0	0.5	0.5	0.5
Gastos corrientes	4,911.5	6,010.6	6,830.9	13.6	22.4	13.6	12.2	13.4	13.6
Intereses efectivos pagados	2,840.6	3,280.0	3,710.0	8.6	15.5	13.1	7.1	7.3	7.4
Rentas y transf. netas pagadas	1,041.4	1,242.4	1,413.4	40.0	19.3	13.8	2.6	2.8	2.8
Prestaciones sociales	183.4	208.0	233.0	16.5	13.4	12.0	0.5	0.5	0.5
Impuestos de renta y patrimonio	846.1	1,280.2	1,474.5	4.9	51.3	15.2	2.1	2.8	2.9
Renta bruta disponible	4,850.8	4,876.4	5,281.2	17.2	0.5	8.3	12.1	10.8	10.5
Ahorro bruto	4,850.8	4,876.4	5,281.2	17.2	0.5	8.3	12.1	10.8	10.5
Ingresos de capital	582.8	778.0	665.0	4.9	33.5	-14.5	1.5	1.7	1.3
Transf. netas de capital recibidas	582.8	778.0	665.0	4.9	33.5	-14.5	1.5	1.7	1.3
Gastos de capital	5,744.4	6,744.9	7,458.8	20.0	17.4	10.6	14.3	15.0	14.9
Formación bruta de capital	5,713.9	6,709.9	7,418.8	21.2	17.4	10.6	14.2	14.9	14.8
Adquisición neta de terrenos	30.5	35.0	40.0	-59.8	14.8	14.3	0.1	0.1	0.1
Cap(+) o nec(-) de financ.	-310.8	-1,090.4	-1,512.5	255.0	250.9	38.7	-0.8	-2.4	-3.0

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España

CUADRO Nº 8
EMPRESAS NO FINANCIERAS. VARIACION DE PASIVOS FINANCIEROS
MERCADOS MAS REPRESENTATIVOS

mm

	Emisión de valores			Financiación exterior		Total
	Crédito bancario (a)	Pagarés de empresa	Renta fija y variable	Inversión directa	Créditos financieros	
1989	1.792	192	152	667	90	2.893
1990	1.534	1.647	190	1.073	116	4.560
1989 I TR	62	178	7	113	103	463
II TR	805	-56	8	175	-52	880
III TR	173	-14	17	157	36	369
IV TR	752	84	120	222	3	1.181
1990 I TR	65	471	-65	224	84	779
II TR	556	485	35	173	-4	1.245
III TR	469	363	92	284	-16	1.192
IV TR	444	328	128	392	52	1.344

Fuente: Banco de España

(a) Flujos calculados sobre las series de saldos originales

recibidas, lo que conduce junto con la caída de 0,3 puntos del ahorro bruto a un aumento de 0,6 puntos en las necesidades de financiación, pese a la estabilidad con cierta reducción en los gastos de capital. El cuadro nº 8 muestra la evolución de diferentes mercados de financiación de las empresas y destaca la gran expansión experimentada por el mercado de Pagarés de Empresa, sin duda, como una forma de eludir -sobre todo por las grandes empresas- las limitaciones crediticias que han operado a lo largo del año.

Comentarios finales.

Tras el repaso y comentario en las páginas precedentes de las ideas fundamentales contenidas en el Capítulo III del Informe del Banco de España, tres comentarios insisten en los aspectos más destacables de la financiación de la economía en 1990 que se deriva de la lectura del Informe:

1º) El Sector Público, ha continuado teniendo un comportamiento expansivo que reclama urgentemente desde el punto de vista de nuestros compromisos europeos, el diseño de una política presupuestaria de control del gasto y de consolidación del déficit público, para colaborar a la estabilidad de precios, sin descargar -como hasta ahora- el peso del ajuste sobre la política monetaria con sus consiguientes efectos perturbadores al alza en los tipos de interés.

No es que el déficit público en España sea anormalmente elevado respecto a otros países de la Comunidad. El carácter expansivo de un comportamiento presupuestario hay que situarlo en el contexto de la realidad económica en la que opera y, en ese sentido cabe poca duda de que las divergencias de la economía española en relación con la CEE son aún importantes y reclaman una actitud más restrictiva del sector público para reducir los desequilibrios con una colaboración más decidida a la restricción del gasto nominal.

Es de destacar, en ese comportamiento público, el papel creciente de las Haciendas Territoriales lo que dificulta y hace más complejo el control del gasto público.

2º) Las medidas de limitación del crédito bancario operantes en 1990 han sido, a juzgar por sus efectos, efectivos para moderar el gasto familiar. Sin embargo generan importantes distorsiones en los mercados financieros que dificultan la adecuada interpretación de la evolución de las variables monetarias. El auge sensible del mercado de Pagarés de Empresas ha sido una consecuencia de esas limitaciones como un mecanismo utilizado por las grandes empresas para eludir los controles crediticios establecidos.

Con todo, el carácter burdo de los sistemas de control directo, tienen efectos indiscriminados -y por tanto indeseables- sobre la contención del gasto. Así en 1990, cabe poca duda de que tales medidas han contribuido a frenar las tasas de crecimiento de la inversión privada que en 1989 crecieron un 16,4 en las economías familiares y un 17,4 en las empresas no financieras, valores que contrastan con las tasas del 9,1 por cien y 10,6 por cien, de 1990.

3º) Los datos disponibles en el Informe no hacen particularmente fácil juzgar el comportamiento del ahorro nacional. La interpretación más coherente con un criterio económico, apuntan hacia un mayor protagonismo del ahorro público respecto al privado y a la continuidad de la tendencia peligrosa y preocupante de la caída de la tasa de ahorro familiar intensamente relacionada con el crecimiento de la imposición familiar que reclama un cambio de planteamiento en el sistema impositivo más acorde con las necesidades de la economía española -que exige incrementar la tasa de ahorro- y con las tendencias en la imposición internacional que obligan a un aumento en la proporción de la imposición indirecta respecto a la directa y una simplificación de la imposición sobre la Renta que modere la progresividad, reduzca el fraude y la evasión, acerque la renta gravada al concepto de renta intensiva hoy prevalente en el mundo desarrollado y tenga presente los riesgos de huida del ahorro, ante un tratamiento impositivo más riguroso, que abra la libertad plena de movimientos de capitales en el área de la C.E.E.

LA POLITICA MONETARIA Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

Raimundo Ortega

Desde que en 1.958 el Banco de España comenzó a publicar un "Informe Anual" semejante al que ahora llega a nuestras manos, su índice ha incluido uno o varios capítulos dedicados a comentar la evolución y los problemas presentados a la política monetaria y a los mercados financieros a lo largo del ejercicio anterior.

Hace varios años que dicho capítulo se titula como indica este comentario y hace también varios años que su estructura interna es básicamente la misma. Por otro lado, y en contra de lo que cualquier lector poco familiarizado con los usos y costumbres de nuestro banco emisor pudiera esperar, no suele ser ésta la parte del Informe reservada por el Banco para formular sus críticas a la política económica oficial. Las cargas de profundidad suelen encontrarse ya en el Discurso de presentación del Informe que lleva a cabo el Gobernador o en los capítulos dedicados a glosar la marcha de la economía española o la financiación de la economía.

Pero tampoco conviene caer en la tentación de hojear demasiado rápidamente estas páginas, suponiendo con cierta malicia que la institución no se va a criticar a sí misma. No es que tal cura de humildad suceda con excesiva frecuencia, pero no es extraña. Ahora bien, la lectura del capítulo es apasionante porque siempre puede encontrarse en él la falsilla que ha pautado la actuación del Banco de España como ejecutor de la política monetaria; y al comparar lo realmente escrito con las gruesas líneas sobre las cuales se concibió la narración, se ponen de manifiesto las desviaciones de ésta respecto a aquélla. Pero es más, la propia disposición de los apartados componentes del capítulo es reveladora del cambio de énfasis en las prioridades de nuestro Banco Central.

Y eso es lo sucedido este año. En el Informe correspondiente a 1.988, el capítulo comenzaba con una "Introducción" a la que seguía el estudio de la evolución de los agregados monetarios y crediticios, "La instrumentación de la política monetaria y los tipos de interés", para, a continuación, enfrentarse con la cuestión de "El tipo de cambio y la incorporación al S.M.E". Pues bien, este año el Informe modifica ese orden y presenta el tema de "El tipo de cambio" inmediatamente después de la "Introducción"; relegando los apartados relativos a "Los agregados..." y "La instrumentación..." a un análisis posterior.

La mutación es muy significativa por cuanto supone aceptar formalmente un cambio de prioridades que, como se intentará argumentar al final de este Comentario, el Banco no acaba de admitir en su pleno significado a la hora de instrumentar su

política monetaria.

Hechas estas advertencias previas es hora de encarar la tarea de comentar el capítulo, tarea que se realizará siguiendo fielmente la estructura en seis apartados, del Informe e ilustrándole con algunos cuadros extraídos de aquél.

INTRODUCCION

El capítulo IV comienza afirmando que el objetivo de la política monetaria fué, en 1.990, restringir el crecimiento de la cantidad de dinero y de la financiación recibida por el sector privado, a fin de contribuir de esta forma a la moderación del exceso de demanda interior, a la reducción de la inflación y a la contención del déficit por cuenta corriente.

Los objetivos establecidos fueron, pues, un crecimiento de ALP del 8%, con una banda de fluctuación de + 1,5%, y un crecimiento del crédito interno a empresas y familias del 10%. Pero inmediatamente el Banco reconoce que la consecución de tales objetivos requirió "el mantenimiento de las restricciones al crédito interno recibido por el sector privado y del depósito previo a los créditos exteriores", ya que de no haber sido así hubiera resultado imposible... "compatibilizar el grado de restricción monetaria requerido, con el cumplimiento de los compromisos cambiarios derivados de la participación de la peseta en el SME". Conviene mantener presente este reconocimiento para cuando, al final del comentario se examinen los grados de autonomía a disposición de nuestra política monetaria una vez se instaure la plena libertad de capitales y la peseta entre en la banda del 2,25%.

En todo caso el Banco de España se manifiesta razonablemente satisfecho del grado de cumplimiento de tales objetivos, ya que las desviaciones fueron de 1,8 y de 1,2 puntos porcentuales -tal y como puede observarse en el cuadro 1. Pero las dudas surgen cuando uno lee los párrafos del Informe dedicados a explicar las "perturbaciones" a que han estado sometidos los agregados monetarios y comprueba que las desviaciones experimentadas por magnitudes más amplias -y quizás por ello más significativas a efectos de las finalidades de control perseguidas- han sido más importantes. Ese es el caso de ALP más Pagarés de empresa, cuya tasa anual de crecimiento fué casi del 16%.

Se revela de esta forma la fragilidad de unos objetos monetarios, que precisan una ampliación continua, y se pone de manifiesto el perenne dilema entre capacidad de control y eficacia en el proceso de transmisión de los efectos de la política monetaria.

En todo caso, el Banco reconoce que los resultados conseguidos por la política monetaria en 1.990 son en buena medida fruto de los controles administrativos -límites al crecimiento del crédito y depósito previo a la financiación exterior-, al tiempo que singulariza en las Administraciones Públicas (AA.PP.) el factor más expansivo del crecimiento del crédito interno -14,2% frente a

8,8% y 11,2% en 1.989 y 1.988.

El Informe afirma que los tipos de interés se han mantenido a lo largo del año pasado en los niveles establecidos en Julio de 1.989. Ello se ha traducido en que la peseta se mantuviese como la divisa más fuerte del Sistema -con los consiguientes efectos antinflacionistas, si bien el Banco no hace aquí mención a ellos- al tiempo que provocaban una elevación de los tipos activos de las entidades bancarias. Ambos efectos favorecieron la transmisión de la orientación restrictiva de la política monetaria hacia los objetivos finales, a lo cual contribuyó la competencia por la captación de pasivo desencadenada entre las entidades bancarias y la política de emisiones del Tesoro. El resultado, se nos dice, ha sido la fijación de un "marco capaz de afectar a las decisiones de ahorro de las familias y de contener la tendencia fuertemente creciente al endeudamiento de las empresas".

En otras palabras, se nos anuncia una mejora en el ahorro de familias y empresas en el año 1.990 ¡Bienvenida sea! Pero habrá que estudiar detenidamente las causas del mismo y, en todo caso, esperar a la publicación de los resultados de la central de Balances del propio Banco, pues no sería la primera ocasión en que éstos ponen en tela de juicio afirmaciones realizadas anteriormente en el texto del Informe o en el Discurso del Gobernador.

La introducción concluye con una nota de cautela al advertir que la vuelta a los mecanismos indirectos de mercado en la instrumentación de la política monetaria exigirá, si se quiere cumplir los objetivos asignados a ésta en un contexto de integración -más bien debería hablarse de "convergencia" económica y monetaria, "una combinación adecuada de los instrumentos monetarios y fiscales de la política económica" ¡una y mil veces, Amén!.

EL TIPO DE CAMBIO

Como se indicó al comienzo de este comentario, la gran novedad en la estructuración de este capítulo IV del Informe reside en la pronta aparición en escena del tipo de cambio. El apartado es más bien breve y la verdad es que aquí lo importante se dice al principio y se confirma al final; la descripción intermedia puede saltársela el lector con prisas.

Dicho de otra forma; lo esencial es tanto el reconocimiento de que "el tipo de cambio ha condicionado, con menor o mayor intensidad, el desarrollo de la política monetaria española, limitando la posibilidad de instrumentar alzas de los tipos de interés en los mercados monetarios", como la afirmación, ya al final del apartado, según la cual "la posición extrema de la peseta frente a la divisa británica llevó a una disminución, concertada con el Banco de Inglaterra, del tipo de intervención del Banco de España..."

Lo que ambos párrafos significan es, lisa y llanamente, que asistimos a las postrimerías de las políticas monetarias nacionalmente autónomas. Como el propio Banco admite, esa política fué posible en 1.990 gracias a la existencia de regulaciones administrativas y aún así hubimos de ceder en los tipos de interés ante presiones foráneas -la inglesa en el caso mencionado por el Informe para mantener el tipo de cambio de la peseta dentro de los límites fijados en el S.M.E.

Es cierto que una serie de factores condicionantes ayudan a explicar la evolución de nuestro tipo de cambio en 1.990: un elevado diferencial descubierto de tipos de interés, el mantenimiento de la política económica anti-inflacionista, las perspectivas de rentabilidad de las empresas españolas, así como diversos acontecimientos internacionales -la inestabilidad bursátil en Tokio, el conflicto del Golfo o la entrada de la Libra esterlina en el SME-, pero lo auténticamente relevante se había dicho antes: el tipo de cambio ha pasado a ser la variable intermedia relevante.

LOS AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

En el año 1.990 se volvió a producir un fenómeno frecuente en la historia más reciente de nuestra política monetaria: a saber, que la evolución efectiva del agregado monetario elegido, por el Banco de España desbordó los objetivos inicialmente fijados para él. Como puede comprobarse en el cuadro 2, durante el último lustro sólo en una ocasión -1.986- la evolución efectiva de ALP se encuadró en los límites inicialmente establecidos por el Banco de España.

El hecho se ha producido también el pasado año, en el cual la tasa del 11,3% desbordó las previsiones iniciales, que situaban el crecimiento anual de ALP entre el 6,5 y el 9,5%.

La reiteración de semejantes divergencias no ha alterado la confianza de los responsables de nuestra política monetaria en la fiabilidad de esta brújula, puesto que el apartado del capítulo ahora comentado comienza con una defensa a ultranza de la validez de ALP frente a objetivos más reducidos como M1, M2 o las disponibilidades líquidas. La defensa es comprensible pero los tiros quizás vayan errados ya que nadie cuestiona seriamente las ventajas de ALP frente a las tres "M"; la cuestión reside en sí para el seguimiento de los objetivos y la instrumentación de la política monetaria el objetivo constituido por ALP más pagarés no resulta más fiable a la vista de las perturbaciones que oscurecen el comportamiento de los agregados monetarios.

El Informe hace referencia a tres tipos diferentes de perturbaciones: la de origen fiscal, reflejada en el comportamiento de los pagarés forales; la derivada de la desintermediación originada por las restricciones crediticias y la expansión de los pagarés de empresa; por último, la resultante

del aumento de la competencia bancaria en la captación de pasivos. El resultado final fué que la magnitud ampliada antes indicada creció en 1.990 un 14% en tasas de fin de período y un 12,3% en tasas de crecimiento medio. Ahora bien, los Pagares Forales añadieron en torno a 1,6 puntos al crecimiento de ALP -un 11,3, recuérdese-, pero los pagarés de empresa minoraron en unos 4 puntos porcentuales el crecimiento interanual de ese agregado. El lector puede sacar sus propias consecuencias y efectuar sus pronósticos personales para 1.991, habida cuenta de la casi segura disminución del saldo de pagarés forales y de la contratación en el mercado de pagarés de empresas en un contexto posible de libre concesión de créditos bancarios.

El apartado sigue con una descripción de la evolución de los componentes de ALP que no ofrece mayor interés, salvo por señalar el desplazamiento hacia los depósitos a la vista operado entre las tres modalidades de depósitos en bancos y cajas.

De mayor sustancia es el examen de las contrapartidas de la oferta monetaria durante 1.990. Aquí el Informe subraya cuatro características básicas: el cumplimiento de las restricciones crediticias, la aceleración a lo largo del año de la liquidez generada por el endeudamiento del sector público, el cambio de signo de la aportación del Sector exterior a la liquidez interna y el crecimiento moderado de los pasivos no monetarios del sistema crediticio. Salvo de esta última acaso convenga decir algo respecto a las tres restantes.

Es cierto que se cumplieron las restricciones crediticias, lo cual muestra la perfecta sintonía de las entidades privadas de crédito con las recomendaciones del Banco emisor. Pero no lo es menos, como oportunamente indica el propio Informe, que conviene diferenciar entre crédito interno a empresas y familias y la financiación total recibida por el Sector privado vía crédito más pagarés. El primero de ambos agregados creció un 10,1, el segundo un 14,9% -vide cuadro 1.

A continuación el Banco nos ofrece una imagen gráfica de la evolución por finalidades del crédito concedido por Bancos y Cajas -grafico 1. En su opinión la financiación a las grandes empresas no ha debido encontrar mayores dificultades debido a la reconducción de su demanda hacia la emisión de pagarés. En las restantes empresas y las familias éstas han debido sufrir los efectos de la desviación hacia las primeras de los márgenes de crédito que las directrices administrativas dejaban disponibles y experimentando, a su vez, la financiación al consumo mayores dificultades que la destinada a la adquisición de vivienda.

No se encuentra en el capítulo IV un juicio respecto a los resultados globales del racionamiento de crédito establecido a primeros de julio de 1.989; si hay un reconocimiento explícito de que si bien "...la financiación total otorgada para actividades productivas -incluyendo pagarés de empresa-, ha experimentado una aceleración entre el primer trimestre de 1.989 y finales de

1.990. Con toda probabilidad, y como demuestra la fuerte caída de la inversión, este aumento no ha sido suficiente para satisfacer la creciente demanda de recursos por parte del conjunto de las empresas....". Esta afirmación debe ponerse en relación con el pronóstico, formulado en la "Introducción", relativo a la contención de la tendencia al endeudamiento de las empresas y esperar, como antes se indicó, la publicación de los datos de la Central de Balances para comprobar los efectos que ello ha tenido sobre la estructura financiera de nuestras empresas.

Las otras dos características que conviene recordar en este análisis de contrapartidas efectuado por el Banco de España es la tendencia a la aceleración en el crédito interno a las AA.PP. registrado a partir del segundo trimestre de 1.990 -véase el cuadro 1- y que ha convertido a dicho fenómeno en, según el Banco, "...la fuente más expansiva de la liquidez interna...". Por contraposición, el sector exterior fué en 1.990 un factor global de destrucción neta de liquidez interna.

LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA

Durante 1.990 la instrumentación de la política monetaria ha seguido en posición de "piloto automático", como el propio Informe reconoce en su capítulo IV. Es decir, se ha mantenido tanto el diseño con el que se abordó la entrada en el SME como el grado de restricción en los instrumentos aplicados, ya fuesen éstos de mercado, los tipos de interés a corto, o administrativos, las restricciones de crédito. La razón ofrecida es bien sencilla: el Banco se mantuvo "...a la espera de que el proceso de transmisión de sus efectos se completara, una vez que la trayectoria de crecimiento acelerado del gasto había sido quebrada".

Esa instrumentación, se nos dice, ha seguido siendo fiel al esquema tradicional en el cual los agregados monetarios y el tipo de cambio constituyen las variables intermedias mientras que los tipos de intervención del Banco de España operan como variables instrumentales o de control. Es de suma importancia hacer notar que por vez primera el Banco incluye el tipo de cambio como variable intermedia -en el Informe del año pasado sólo había reconocido que "...la política cambiaria....se convierte en una restricción explícita, que condiciona la política monetaria en varios aspectos...." Sobre este punto se volverá más adelante.

Esa instrumentación se ha visto, en principio, apoyada por la reforma del coeficiente de caja. Esta, amén cuidar los intereses del Tesoro a coste de los de Bancos y Cajas, ha facilitado un activo idóneo para la regulación de la liquidez a través de operaciones de mercado abierto a cambio de reducir las posibilidades que las tesorerías de las entidades tenían para compensar decenalmente sus necesidades de activos de caja. Ello ha originado, simultáneamente, una mayor dependencia de aquéllas respecto a la actuación del Banco al tiempo que ha acrecentado sus incertidumbres en cuanto a la posibilidad de renovar diariamente los préstamos subastados por el Banco de España.

Ambos efectos quizás han facilitado la vida a nuestro Banco emisor, pero es más que probable que ello ha sido a costa de aumentar la variabilidad de las expectativas dominantes en el mercado, incluso en el caso de que, como ocurrió en 1.990 pero no en los primeros meses del presente año, Tesoro y Banco actúen coordinadamente.

Curándose en salud, el Informe argumenta que esas fueron precisamente, las razones de la sustitución de la subasta diaria por una decenal, complementada por el ajuste de la liquidez gracias a operaciones diarias de mercado abierto con certificados del propio Banco o con Deuda. Quizás sea así, pero la explicación parece un poco especiosa habida cuenta que la necesidad de un suministro más regular de liquidez existía bastante antes de la reforma del coeficiente de caja -ésta sólo subrayó su urgencia-.

La sospecha que no pocos agentes del mercado mantienen es que la reforma se demoró a fin de introducirla en el momento propicio para reforzar la dependencia de las entidades respecto a la oferta de liquidez por parte del Banco.

Esa lógica de forzar la dependencia del mercado se ha puesto de manifiesto durante el primer trimestre de 1.991, cuando la evolución de la peseta en el SME, la política internacional de reducción de tipos y la actuación del Tesoro hicieron apostar al mercado por una reducción de los tipos de intervención del Banco de España. Esta sólo se materializó el 15 de Marzo y cuando las presiones externas fueron insostenibles.

En esa fecha se rompió un nexo de unión entre el mercado y el Banco que en el pasado había sido muy importante para una instrumentación flexible de la política monetaria.

LOS MERCADOS DE VALORES

A la hora de enjuiciar la marcha de los mercados de valores el Banco señala dos factores determinantes: el mantenimiento de las restricciones administrativas al crecimiento del crédito al sector privado y del depósito previo a los préstamos exteriores, así como la moderación en el ritmo de avance de los beneficios empresariales, con la consiguiente caída en la autofinanciación. ¡Recuérdese que al comienzo del capítulo se afirmó la contención en el crecimiento al endeudamiento de las empresas, con lo cual la evolución de la formación bruta de capital ha debido residir la clave del comportamiento de nuestras empresas!.

El Informe deduce la conclusión de que los mercados han actuado expansivamente; analicemos esa afirmación a la luz de las cifras recogidas en el cuadro 3. Para ello nos referiremos primero a la oferta de valores -las emisiones- tanto de renta fija como variable -para analizar después su demanda- las colocaciones. De este esquema tan clásico exceptuaremos al Tesoro Público, cuyo comportamiento a lo largo del año pasado ha sido muy sencillo y al que se dedicarán los comentarios finales.

Como puede observarse han sido las emisiones de renta fija, y de forma muy especial las de pagarés de empresa, las causantes del espectacular incremento de los mercados de valores. Ya se señaló anteriormente que la emisión de pagarés ha constituido el canal sustitutorio mediante el cual las empresas han eludido los efectos de las restricciones de crédito. Las cifras no precisan ulterior comentario: de 191 m.m. en 1.989 se ha pasado a casi 1.650 m.m. en 1.991. Las emisiones de otros valores de renta fija aún creciendo más de un 50% en el último año no llegan en términos absolutos ni siquiera a los niveles de pagarés de empresa emitidos en 1.989. Ciertamente que en su composición se observan cambios notables, pero ello es debido, al menos en parte, a consideraciones fiscales, que explican la reducción, en 127 m.m., de los títulos emitidos por las compañías eléctricas y

el incremento, en 43 m.m. de los ofertados por las empresas concesionarias de autopistas.

En general puede suscribirse totalmente la opinión expuesta por el Informe en el sentido de que el mantenimiento de tipos altos y las posteriores expectativas de descenso disuadieron a los emisores de cualquier intento de emitir a largo plazo. Por lo que hace a las emisiones de renta variable, éstas crecieron a un ritmo mucho más sosegado que las de renta fija. De hecho un 15% si nos referimos a la cantidad total y un 12% en el caso de las emisiones cotizadas que supusieron aportación de nuevos fondos.

Si nos encaramos ahora con el comportamiento de la demanda y de acuerdo con el Informe, se habría producido en 1.990 un descenso en las carteras de las instituciones bancarias en renta fija privada a medio y largo plazo emitidas por empresas no financieras en respuesta a las restricciones crediticias. Ese descenso se vió acompañado por el observado entre los no residentes -motivado por la escasa liquidez del mercado secundario y la competencia ejercida por los valores públicos-, así como el registrado en las familias. Unicamente las entidades aseguradoras habrían actuado como adquirentes decididas de esta clase de valores. En cuanto a las acciones, la contracción de la demanda por parte de familias y empresas no financieras se vió compensada con la mayor demanda de las entidades crediticias, las empresas aseguradoras y las compras de no residentes.

La fuerte caída de las cotizaciones bursátiles -nada menos que en un 25% la más pronunciada desde 1.977 es también objeto de examen para el Informe, tanto más cuanto fué acompañada de un descenso del 8,5% en la contratación -que llegó a ser del 12% en acciones. En opinión del Banco varios factores explican tan desfavorable comportamiento: los altos tipos de interés, el descenso registrado en otros mercados internacionales, la incertidumbre creada por la crisis del Golfo Pérsico y la competencia de pasivos remunerados y de la deuda pública son algunos de ellos. Se hecha en falta, no obstante, un estudio más detallado de las carencias de nuestros mercados bursátiles que nos ilustre sobre el por qué de su excesiva volatilidad y respecto a las razones que explican la situación de una bolsa barata en la cual nadie está dispuesto a comprar salvo cuando compran todos.

El comportamiento del gran emisor que es el Tesoro y los avatares de la demanda de los títulos públicos merecen especial atención en este apartado del capítulo IV del Informe

El Tesoro incrementó en 1.990 sus emisiones netas en un 31%, pero esa evolución tuvo tres perfiles muy diferentes. De Enero a Abril las emisiones netas de deuda a medio y largo plazo fueron negativas, situación que cambió en el período Mayo-Agosto. En efecto, las expectativas de descenso en los tipos de interés acentuó la demanda de no residentes propiciando de esta forma las fuertes emisiones de bonos y obligaciones del Estado registradas en esos meses. La crisis del Golfo supuso un parón en el ritmo de

emisiones públicas, del que se salió relativamente pronto al retomar la confianza al mercado, lo cual permitió volver a una cadencia elevada de emisiones de letras, en primer lugar, y de bonos después.

Dos rasgos destacan a la hora de examinar la estructura de colocación de esas emisiones ante todo el aumento observado en la Cartera de las entidades crediticias especialmente de títulos a medio y largo plazo, casi 1.200 m.m., explicado por la esperanza de obtener importantes plusvalías si se materializaban las expectativas de descenso en los tipos de interés. Dicho sea de paso, más de una entidad ha debido sufrir los costes derivados de la financiación de esas carteras a la vista del retraso producido en el descenso de los tipos.

Los no residentes también aumentaron su demanda de Deuda, especialmente de bonos y obligaciones del Estado en la última parte del año. El resultado ha sido un aumento de los saldos de Deuda en poder de no residentes del 6,9% al 11,1 de la deuda en circulación, saldos que se han acrecentado durante los primeros meses de 1.991 al suprimirse el gravamen impositivo de los rendimientos de dichas carteras. Nada dice el Informe al respecto, pero al tiempo que es posible felicitarse por esa diversificación en las tenencias de nuestros títulos públicos, no cabe ocultar el temor respecto a un hipotético futuro caracterizado por expectativas desfavorables en cuanto al tipo de cambio de la peseta, tanto más cuanto existen rentabilidades diferentes para el mismo valor según cual sea la residencia del tenedor.

Una nota a pié de página. A pesar de todos sus esfuerzos la vida media de las Deudas a medio y largo plazo del Tesoro pasaron de 2,5 años a finales de 1.989 a 2,18 años al concluir 1.990; alargándose ligeramente la de las letras -de 0,45 a 0,47 años-. Por suerte, la tendencia parece corregirse, según los datos publicados por el propio Banco en su Boletín Estadístico, en los primeros meses del año en curso.

LA ACTIVIDAD DEL SISTEMA BANCARIO

El capítulo que se está comentando contiene en su apartado 6 una breve pero muy interesante reflexión a propósito de la evolución del sistema bancario.

Las páginas a esta cuestión dedicadas comienzan con unas líneas que no tienen desperdicio. Al tiempo que se producía un incremento en la competencia entre las entidades bancarias por la captación de recursos, instrumentada mediante la promoción de cuentas de alta remuneración y favorecida por la reforma del coeficiente de caja, los mercados de crédito vieron reducirse su actividad por mor de las restricciones crediticias acentuadas en 1.990 al recortarse al 10% el límite del 13% establecido para el segundo semestre de 1.989 ;todo ello, nos dice el Banco en un contexto económico general de desaceleración de la actividad, lo

cual provocó un aumento de la morosidad y un deterioro en la calidad de la cartera, con la previsible consecuencia de unas mayores necesidades de dotación en los fondos de insolvencia y, por ende, una disminución de la rentabilidad de Bancos y Cajas. Dando un salto en el "guión", esa afirmación se contrasta al examinar el cuadro 5, donde se observa un descenso en el benéfico contable tanto de bancos -un 0,03%- como de Cajas- un 0,14% del total balance. A ambos resultados han llegado dichas instituciones por vías en gran parte diferentes.

Los bancos fueron protagonistas activos en la competencia por la captación de pasivos, ofreciendo una amplia gama de productos de elevada remuneración. Esto se tradujo, como bien pone de relieve el cuadro 4, en un notable aumento de saldos en cuentas corrientes a costa de otras modalidades de pasivo. Es relevante, sin embargo, observar que en el agregado más amplio -"acreedores en pesetas no bancarios"- la ganancia conjunta de cuota obtenida por la Banca fué pequeña.

Desde luego no puede negarse que algunas entidades bancarias ganaron cuota de mercado a costa de otras pero el resultado de la "guerra de pasivo" no ha sido una expansión rápida del balance de los bancos -que creció un 9,7 por un 11,5% del de las Cajas- sino una importante subida del coste medio de sus depósitos en pesetas -1,39 puntos porcentuales. Dicho incremento fué debido al llamado "efecto contaminación"-, que produjo el que las cuentas corrientes remuneradas pasaran del 46 al 66 del total de 1.989 a 1.990, a lo cual ha de añadirse el incremento generalizado de remuneración de todos los instrumentos de captación de pasivo.

Si volvemos ahora al cuadro 5, se destaca en él la ligera reducción en el margen financiero. La aparente paradoja se aclara fundamentalmente por tres motivos:

- El aumento del tipo medio de la inversión crediticia en ptas., que el Banco de España reconoce se vió favorecida por las restricciones administrativas impuestas por él. Aún así, el margen operacional préstamo-depósito descendió en 0,21 puntos, frente a la subida de 0,34 puntos en 1.989.
- La reducción de los coeficientes de caja y de inversión, que permitió recortar la dependencia del mercado interbancario. El Informe no cuantifica este hecho.
- El aumento de la financiación en moneda extranjera, era más barata que el recurso al mercado doméstico. Tampoco se ofrece cuantificación alguna.

El resultado final fué, tal u como antes se indicó, una caída en el margen financiera de tan sólo 0,05 puntos.

¿Qué sucedió en el caso de las Cajas de Ahorro?. La tesis mantenida en el Informe es que entraron en la competencia por la captación de pasivo en menor medida que la Banca, eligiendo la

cesión de Deuda como camino para contrarrestar la competencia de la Banca -aún cuando no pueda descartar en esa política la incorporación de saldos antes materializados en operaciones de seguro de prima única. La consecuencia fué un crecimiento de sus depósitos menor que el de la Banca y una pérdida de cuota de mercado y, también, un menor incremento en los costes de pasivo -0,6 puntos-, si bien no pudieron evitar ni el "efecto contaminación" ni el aumento general en los tipos de todos los instrumentos de captación de recursos.

El margen financiero de las Cajas, según los datos del Informe empeoró más que el de los Bancos -exactamente en 0,19 puntos-.
¿Causas?

- Mayor importancia de los depósitos de clientes como medio de financiación en las Cajas.
- Menor capacidad, según el Banco de España, de contrarrestar la subida de tipos pasivos con incrementos de los de activo -probablemente por la existencia en balance de un mayor volumen de préstamos a tipo fijo y a plazos largos.
- Incremento de las cesiones temporales, con menor margen que las operaciones préstamo-depósito, a un abanico creciente de clientela.

Ese análisis, por separado, del comportamiento de los primeros escalones de la cuenta de resultados de Bancos y Cajas confluye en el examen del beneficio final, en cuyos determinantes intermedios se observan igualmente rasgos diferenciales entre ambos grupos de instituciones.

El Informe señala la modestia de los ingresos obtenidos por cobro de comisiones por prestación de servicios a la clientela tanto en bancos como en cajas, si bien los primeros muestran un aumento de 53 m.m. en comisiones por otros conceptos relacionados con las operaciones de intermediación de pagarés.

Los gastos de explotación de los Bancos se han incrementado por las masivas campañas de publicidad, pero hay unas menores dotaciones netas a fondos especiales, lo cual es un rasgo a destacar habida cuenta del aumento, por vez primera en varios años, de los porcentajes de morosidad y saldos vencidos -que pasaron del 4,5% al 5,3% del total de la inversión entre el cuarto trimestre de 1.989 y el cuarto de 1.990.

En las Cajas de Ahorros no se advierte, en opinión del Banco, ni el aumento en los costes de explotación en relación al total balance -de hecho hay una mejora de 0,25 puntos porcentuales- ni la reducción en las dotaciones a fondos especiales que aumentan tanto en términos absolutos como en porcentaje del total balance. Si se observa, por contra, una reducción en los beneficios en operaciones de valores; reducciones compensadas por las menores dotaciones a fondos de pensiones. Por su lado,, el saldo de

vencidos y morosos aumentó un 0,5% de la inversión total en el año 1.990.

Resulta curioso leer las últimas líneas de este capítulo del Informe. El Banco, quizás curándose en salud, advierte respecto a los efectos que podría originar un aumento de la competencia por el activo una vez desaparecidas las restricciones crediticias. Parece como si reconociera que toda salida de un período de controles administrativos es forzosamente mala. Pero a la curiosidad se une la extrañeza de comprobar cómo se confía en el aumento en la morosidad como remedio a posibles alegrías en la expansión del crédito. ¡Duro oficio éste el de Bancos y Cajas!, tendrían que seguir el consejo de Shakespeare: "Neither a borrower, nor a lender be!".

A MODO DE CONSIDERACIONES FINALES

Si la lectura del Informe Anual resulta conveniente para todos aquellos que estén interesados en conocer la evolución de la economía española, la de su capítulo IV es obligatoria para quienes, de una u otra forma, se relacionan con el sistema bancario y los mercados financieros. Esa lectura, por otra parte, conviene hacerla teniendo en cuenta que la redacción del Informe es, inevitablemente, una redacción pautada de forma y manera que resulta conveniente descodificar lo que en él se dice y también aquello que se calla.

Por eso, estas últimas líneas del comentario intentarán poner de manifiesto precisamente eso: lo que se revela en el capítulo y lo que se ha silenciado, de forma más o menos discreta, con la complicitad del lector.

¿Qué nos dice el Informe correspondiente a 1.990 respecto a la política monetaria y los mercados financieros?. Fundamentalmente cinco puntos:

- La extrema importancia que la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del S.M.E. ha tenido para la política monetaria, al obligar a incluir el tipo de cambio entre las variables intermedias -junto con la cantidad de dinero.
- El reconocimiento del dilema, por otra parte ya admitido por los responsables del Banco, entre capacidad de control y eficacia en el proceso de transmisión de la política monetaria. El amplio uso hecho de los Pagarés ha obligado al Banco emisor a seguir la marcha del agregado amplio ALP más pagarés de empresa, y aquí sí que puede afirmarse que el carácter restrictivo presuntamente logrado en 1.990 por la política monetaria resulta dudoso.
- El reconocimiento de la importancia de la faceta emisora del Tesoro es obligado, como lo es el felicitarse por la coordinación entre él y el Banco mantenida a lo largo del

año pasado. Lo cual no empece la preocupación ante posibles episodios de falta de entendimiento entre ambos organismos.

- Nuestros mercados financieros siguen dando muestras, año tras año, de su flexibilidad y sofisticación. En 1.990 los pagarés de empresa han sido el activo más dinámico, aunque su rapidísimo crecimiento haya servido para paliar los rigores de unos controles administrativos a los cuales parecía que el Banco de España había renunciado lustros atrás.
- La lucha de los pasivos de alta remuneración entre los grandes bancos acaso haya servido para hacer ganar cuota de mercado a alguno de ellos, pero a penas ha incrementado la del sector en general. Eso sí, lo que ha hecho es reducir su margen financiero y si esa reducción ha sido menor que la esperada ello se debió a circunstancias difícilmente repetibles. Aquella competencia fué menor en las Cajas de Ahorros y, por ende, el incremento en los costes de pasivo resultó más reducido. Pero las Cajas no sólo perdieron cuota de mercado sino que, arrastradas por una capacidad de reacción en el lado del activo del balance así como por otras circunstancias propias, acabaron mostrando un descenso más acusado que los bancos en su beneficio contable.

Pasemos ahora, para concluir, a intentar aclarar lo más significativo entre lo que el Banco de España no dice en el capítulo IV de su Informe de este año:

- No acaba de ponerse explícitamente de manifiesto la pérdida de autonomía y la considerable reducción de grados de libertad en el manejo de los tipos de interés a corto plazo que la pertenencia al SME supone -incluso gozando de la "banda ancha". Ello es tanto más de lamentar cuanto que las dificultades se ampliarán con la implantación de la total libertad de movimientos de capitales, como el propio Banco reconocía en su Informe del año pasado -vide pp. 113 a 119 especialmente.
- Ello implica la acuciante necesidad de que otros instrumentos de política económica tomen el relevo de la política monetaria, lo cual apunta, ante todo, a la política fiscal. Por desgracia, y el Informe lo repite hasta la saciedad, esto parece imposible habida cuenta que aquella, pase lo que pase, sigue anclada en un rumbo expansivo imposible de variar.
- El capítulo IV no realiza un estudio digno de tal nombre a propósito de los efectos del "racionamiento de crédito". Se muestra en líneas generales satisfecho del cumplimiento de los objetivos cuantitativos y ofrece algunos comentarios a propósito de la evolución sectorial del crédito concedido por bancos y cajas. Pero, precisamente, esas impresiones refuerzan la sospecha de que las medidas administrativas

han originado efectos de asignación que pueden no haber sido los más adecuados para la evolución de nuestra economía- sobre todo por cuanto la inversión parece haber sido el componente de la demanda más afectada.

- Durante 1.990 el Tesoro no ha conseguido alargar la vida media de su deuda a medio y largo plazo-vida que a duras penas supera los dos años. Si se ha registrado un espectacular incremento de los saldos de nuestros títulos públicos en poder de no residentes, y si bién cabe felicitarse de ello -por lo que supone de diversificación en la gama de demandantes de estos valores- no cabe ocultar una cierta preocupación ante sus posibles reacciones en contextos de expectativas desfavorables del tipo de cambio de la peseta o alguna inesperada crisis bursátil. A ello cabe añadir las distorsiones derivadas de dos rentabilidades para la misma deuda según el lugar de residencia, introducidas por las recientes exenciones a la retención concedidas a los no residentes.

Agregados monetarios y crediticios

	Crecimiento acumulado anual y tasas intertrimestrales acumuladas						%
	Dic 88/ Dic 89	Dic 89/ Dic 90	1 9 9 0				
			ITR	II TR	III TR	IV TR	
<u>ALP</u>	<u>11,3</u>	<u>11,3</u>	<u>2,9</u>	<u>18,4</u>	<u>7,8</u>	<u>13,7</u>	
<u>ALP + pagarés de empresa</u>	<u>11,7</u>	<u>15,6</u>	<u>7,5</u>	<u>23,9</u>	<u>11,3</u>	<u>17,0</u>	
CREDITO INTERNO TOTAL	15,8	11,2	6,1	16,3	13,2	9,5	
Administraciones Públicas	11,4	14,1	0,0	21,9	17,1 (a)	17,8 (a)	
Empresas y familias	17,6	10,1	8,5	14,2	11,9	6,3	
Empresas y familias + pagarés de empresa	18,2	14,9	15,0	19,7	15,6	9,9	

Fuente: Banco de España.

(a) Estas tasas incorporan una corrección del crédito interno en los meses de septiembre y octubre, correspondiente al ingreso de una partida de impuestos por valor de 562 m.m. el día 2 de octubre, que habitualmente tiene lugar a finales de septiembre.

Cuadro 2

LA EVOLUCION DE ALP

(tasas de variación fin de período
sobre series desestacionalizadas)

	<u>1.986</u>	<u>1.987</u>	<u>1.988</u>	<u>1.989</u>	<u>1.990</u>
OBJETIVOS	9,5-12,5	6,5-9,5	8-11	6,5-9,5	6,5-9,5
EVOLUCION EFECTIVA	11,9	14,7	12,2	11,3	11,3

Fuente: Banco de España

MERCADO DE VALORES PRIVADOS

	m.m.				
	1989	1990	ENE-ABR 90	MAY-AGO 90	SEP-DIC 90
I. EMISION NETA DE PAGARES DE EMPRESA	<u>191</u>	<u>1.648</u>	<u>615</u>	<u>571</u>	<u>461</u>
Principales emisores	112	163	124	27	12
Otros emisores	79	1.484	491	545	449
II. EMISIONES NETAS DE OTROS VALORES PRIVADOS DE RENTA FIJA	<u>111</u>	<u>171</u>	<u>-7</u>	<u>91</u>	<u>87</u>
Empresas no financieras	-129	-15	-62	15	32
Eléctricas	(-30)	(-157)	(-47)	(-70)	(-40)
Autopistas	(-9)	(44)	(-2)	(29)	(17)
Telefónica	(-7)	(70)	(7)	(34)	(30)
Resto	(-84)	(28)	(-19)	(23)	(25)
No residentes	240	186	55	76	55
III. EMISIONES DE VALORES PRIVADOS DE RENTA VARIABLE	<u>232</u>	<u>267</u>	<u>18</u>	<u>101</u>	<u>147</u>
con aportación de fondos	199	243	13	91	138
cotizadas	(102)	(114)	(4)	(29)	(81)
no cotizadas	(97)	(129)	(9)	(62)	(58)
sin aportación de fondos	33	24	5	10	9
IV. MERCADO SECUNDARIO: NEGOCIACION BOLSAS DE VALORES	<u>4.942</u>	<u>4.523</u>	<u>1.466</u>	<u>1.770</u>	<u>1.288</u>
Obligaciones	264	390	102	141	148
Acciones	4.678	4.134	1.365	1.629	1.140
PRO-MEMORIA					
EVOLUCION DE LA BOLSA DE MADRID					
Indice General	297	223	272	258	223
Relación precio-beneficio (a)	15	10	12	12	10

Nota:

(a) Calculado como cociente entre cotización en pesetas y beneficio por acción en pesetas.

Fuente: Banco de España

ESTRUCTURA. POR INSTRUMENTOS DE LA FINANCIACION

(% SOBRE TOTAL BALANCE)

	<u>B A N C O S</u>		<u>C A J A S</u>	
	<u>IV TR 89</u>	<u>IV TR 90</u>	<u>IV TR 89</u>	<u>IV TR 90</u>
DEPOSITOS SECTOR PRI- VADO	36,3	37,4	64,7	63,1
-Cuentas corrientes	13,4	17,0	9,6	10,2
-Cuentas de ahorro	6,4	5,9	24,6	23,2
-Cuentas a plazo *	16,5	14,6	30,5	29,6
CESION TEMPORAL ACTIVOS	11,7	11,1	12,7	13,6
TRANSFERENCIA ACTIVOS	0,8	0,5	0,3	0,2
ACREEDORES POR OPERACIO- NES DE SEGUROS	-	-	6,4	3,1
TOTAL BALANCE EN M.M.**	35.423	38.871	19.607	21.855

* Incluye las participaciones en activos

** Deducidas las cesiones temporales que se han restado también del epígrafe correspondiente al activo.

Fuente: Banco de España

Cuadro N.º 6

EVOLUCION DE LA CUENTA DE RESULTADOS

	BANCOS				CAJAS			
	1989		1990		1989		1990	
	Importe en m.m.	%s/total balance	Importe en m.m.	%s/total balance	Importe en m.m.	%s/total balance	Importe en m.m.	%s/total balance
1 Productos financieros	4.227	11,25	5.058	12,23	2.160	10,40	2.586	10,96
2 Costes financieros	-2.691	-7,16	-3.390	-8,20	-1.220	-5,88	-1.562	-6,62
3 Margen financiero	1.535	4,08	1.668	4,03	939	4,52	1.023	4,33
4 Otros productos-otros costes	265	0,70	306	0,74	47	0,22	62	0,26
5 Margen ordinario	1.800	4,79	1.974	4,77	987	4,75	1.085	4,60
6 Gastos de explotación (1)	-1.095	-2,91	-1.243	-3,00	-736	-3,54	-778	-3,29
7 Margen de explotación	705	1,88	730	1,77	250	1,21	307	1,30
8 Dotaciones netas a fondos especiales	-220	-0,58	-201	-0,48	-102	-0,49	-123	-0,52
9 Resultados atípicos	95	0,25	98	0,23	79	0,38	43	0,19
10 Beneficio contable	579	1,54	627	1,51	226	1,09	226	0,95
PRO MEMORIA (2)								
Tipo medio de la inversión crediticia en pesetas	15,54		16,72		13,76		14,30	
Coste medio de los depósitos en pesetas	6,39		7,78		5,90		6,50	
De los que:								
- Cuentas corrientes	3,40		6,30		2,55		3,87	
- Cuentas de ahorro	2,42		3,12		2,10		2,19	
- Cuentas a plazo	9,34		10,39		9,05		10,01	
Cesión temporal de activos	9,64		10,85		11,18		12,11	

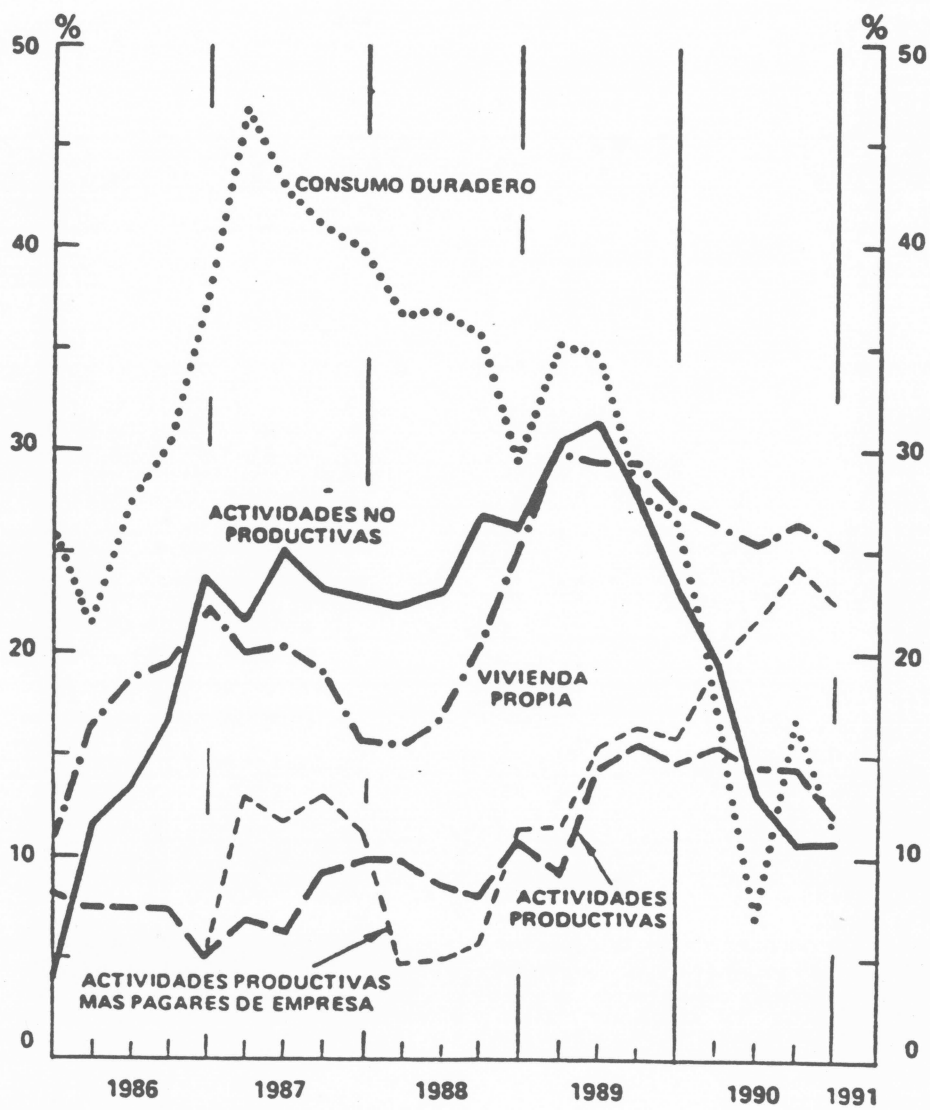
(1) Incluye dotaciones netas al fondo de pensiones.

(2) Calculado dividiendo el saldo de la cuenta de resultados por el saldo medio anual del epígrafe correspondiente.

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA

Gráfico 1

CREDITO POR FINALIDADES. BANCOS Y CAJAS
Tasas interanuales



Fuente: Banco de España.

SISTEMA FINANCIERO

DESAFIOS DE LA POLITICA MONETARIA 1991

Analistas Financieros Internacionales, S.A.
(Grupo Ahorro Corporación)
Mayo 1991

El descenso de 3/4 de punto llevado a cabo por el Banco de España el pasado día 16 de mayo en sus tipos de interés de referencia debe, en nuestra opinión, considerarse como el resultado de la difícil solución de la contradicción actual entre las condiciones internas de la economía española --pendiente todavía del desarrollo final del ajuste y con importantes presiones por el lado de los costes-- y la cotización de la peseta en el marco del mecanismo de cambios del SME. En nuestra opinión, se trata de la definición por el Banco de España de un punto de equilibrio (inestable) entre la respuesta a una fortaleza de la peseta que conduce ya a una acumulación de reservas indeseada e innecesaria, a consecuencia de los compromisos del mecanismo de cambios, y el mantenimiento de la necesaria cautela, para evitar una excesiva suavización de la política monetaria --todavía clave en el proceso de convergencia de la inflación española frente a la de los países centrales del SME--, que podría ser en el futuro, con un escenario eventualmente diferente, un lastre que terminaría exigiendo una mayor dureza relativa de la política económica para salvaguardar la credibilidad antiinflacionista del Gobierno.

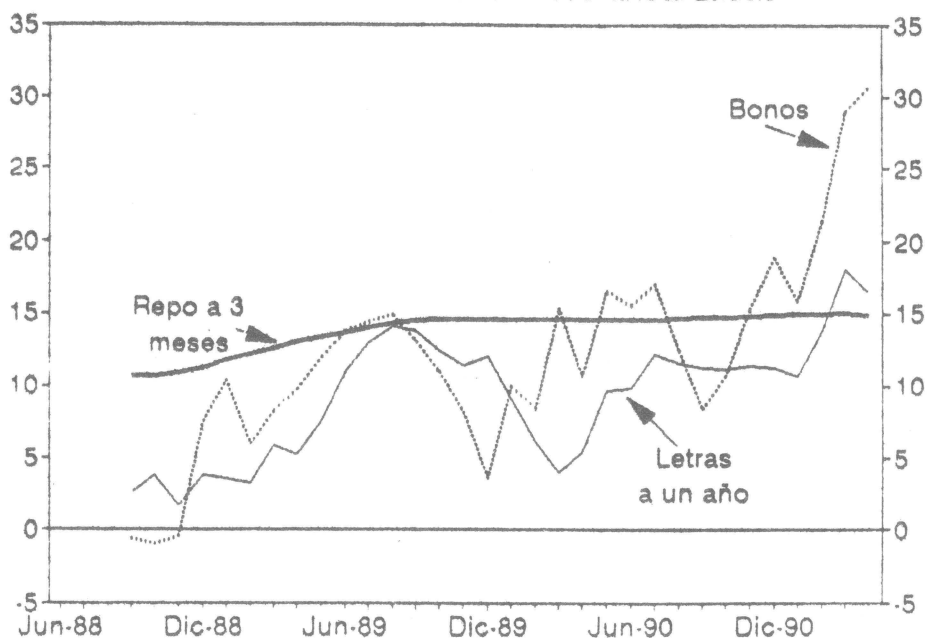
La contradicción señalada, que ha venido marcando la evolución de los mercados en los tres últimos meses (los fuertes descensos de las rentabilidades a medio y largo plazo, la internacionalización del mercado español de deuda) --y que también afecta a otros países europeos, aunque en menor medida (caso del Reino Unido y de Italia)-- es consecuencia de la coincidencia en el tiempo, en nuestra opinión, de un mayor grado de apertura de nuestros mercados financieros al exterior (tras el levantamiento de las barreras fiscales y del depósito previo) y de un alto diferencial entre las expectativas exteriores de convergencia de la inflación española respecto a la del SME y las expectativas de los agentes de nuestra economía. La materialización de ambos elementos en la balanza de capitales, en un momento de ralentización del déficit corriente, gracias a la desaceleración de la demanda interna, ha creado un exceso de demanda de pesetas de carácter permanente, que en el contexto de la disciplina del SME no es sino un claro condicionante de la política monetaria, en su vertiente de tipos de interés.

La cuestión cambiaria y los tipos de interés

La cuestión cambiaria --al margen de su aspecto más ligado a la coordinación monetaria en el SME (las "quejas" del Gobierno

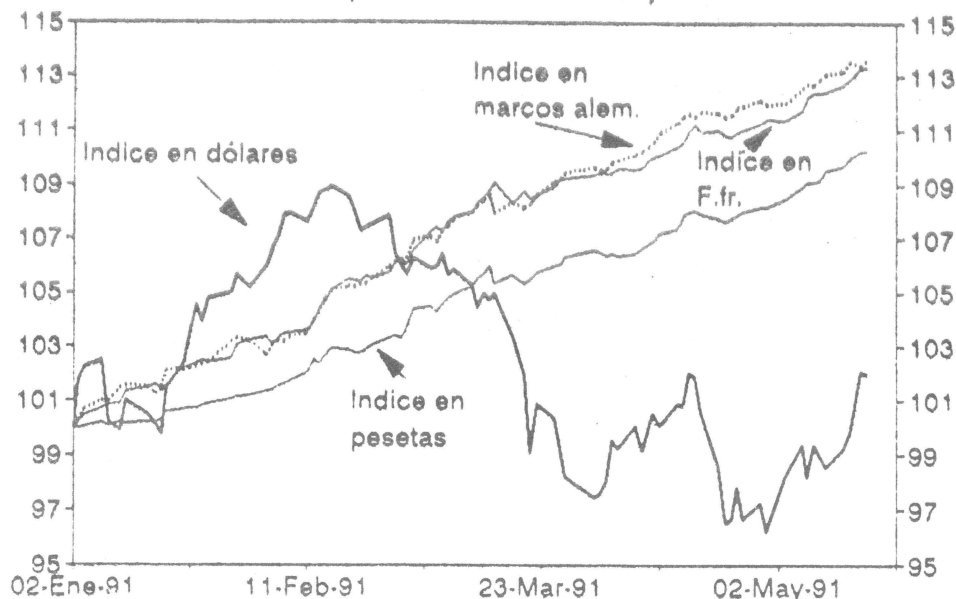
francés...)-- es clave en el contexto actual. En nuestra opinión, el exceso de fortaleza de la peseta no es el resultado de que el tipo de la paridad central definido sea demasiado bajo. Una revaluación de la peseta no resolvería los problemas, sino que incluso los agudizaría al neutralizar el papel disuasorio que vienen desempeñando los límites altos de las bandas en el mecanismo de cambios. Además, la peseta cotiza desde hace varios años demasiado lejos del tipo de cambio de equilibrio que se deriva de los diferenciales históricos y previsibles de inflación y la tendencia a largo plazo a la estabilidad del tipo de cambio real (la paridad del poder adquisitivo entre países), por lo que una revaluación no haría sino añadir problemas. Pensamos, por el contrario, que el exceso de presión de la peseta hoy es el resultado de un refortalecimiento de las expectativas de convergencia que ampara el proceso de unión económica y monetaria y la estabilidad actual de las paridades centrales del mecanismo de cambios del SME, que ha favorecido de forma espectacular a la peseta por un efecto maduración (los dos años de ajuste postrecalentamiento) y por un efecto apertura de mercados. Esto mismo ocurriría si la paridad central del marco/peseta fuera diferente. Existe, sin duda, un nivel de diferencial nominal de intereses de la peseta frente al marco alemán que anula estas presiones. El problema, en última instancia, en nuestra opinión, es que este diferencial exigiría un nivel interior de tipos de referencia del Banco de España demasiado bajo para garantizar el mantenimiento de las cautelas que la situación doméstica todavía exige.

RENTABILIDADES EFECTIVAS INDICES AFI
Horizonte tres meses. Tasas anualizadas



El descenso del día 16 podría interpretarse, en este sentido, como un paso intermedio, pero también como un rechazo a la opción (que incluso cabría dudar de que exista en el terreno práctico) de la revaluación de la peseta. Como paso intermedio, ofrece un equilibrio inestable, pero evita una actitud procíclica del Banco de España en el proceso, que no haría sino acelerarlo. Pensamos que la evolución de la economía española, una vez que el proceso de negociación de salarios nominales marca una escasa moderación de éstos y considerando que todavía restan muchos meses para esperar un endurecimiento adicional de la política fiscal (presupuesto 92 y elevación anticipada, quizá ya este año, del IVA) y, por otra parte, el escenario europeo, pendiente todavía de consenso sobre aspectos clave de la UEM y de las reticencias que todavía despierta la marcha a "una sola velocidad", siguen aconsejando una instrumentación cautelosa de la política monetaria, aún asumiendo el coste a corto plazo de la adquisición de reservas.

INDICE AFI DE BONOS DEL ESTADO
(Base 100= 2-ene-91)



La valoración de la "cautela" en términos de nivel del tipo a un día es sin duda problemática. En nuestra opinión, mientras se mantenga la situación cambiaria actual parece lógico considerar probable la repetición de nuevos recortes en los tipos de referencia del Banco de España. Por eso no cabe esperar repuntes en los plazos más largos de interbancario por mucho que descuenten descensos más que excesivos. Antes al contrario. Sin embargo, ni la desaceleración monetaria y crediticia de los meses de abril y mayo, ni el mantenimiento de la inflación de abril en el 5,9% interanual, ni siquiera el deterioro del empleo en el

primer trimestre de 1.991 garantizan en los próximos meses, en nuestra opinión, un panorama macroeconómico "despejado". El repunte de la tasa interanual de la inflación subyacente británica invita (o recuerda) la cautela. Tampoco cabe descartar todavía completamente un cambio de actitud del Bundesbank en rebeldía ante la consolidación de la depreciación del marco alemán frente al dólar y el SME. En definitiva, nos parece que debería ahora abrirse un nuevo "compás de espera" antes de que tengan lugar nuevos descensos en los tipos. En nuestra opinión, cuanto más se dilate este período, más significativos podrían ser éstos en el futuro. Sin embargo, no cabe esperar ejercicios de voluntarismo excesivo por parte de las autoridades, por lo que no descartamos la continuidad de los recortes de tipos oficiales en el corto plazo.

Esta continuidad, si bien no puede, en nuestra opinión, venir avalada (al menos todavía) por el comportamiento monetario de los dos últimos meses (aunque la tasa media anual de ALP podría situarse por debajo del 8% en ambos meses, los efectos expectativa, retrasando las decisiones de endeudamiento, y los desplazamientos de carteras que cabe imaginar ante el desplome de las carteras de letras del público en mayo, podrían estar distorsionando en parte las tasas, sesgándolas como indicadores del gasto), si encuentra en la evolución del empleo una cierta garantía "fundamental". El empleo en la media del primer trimestre del año creció sólo un 0,8% interanual, frente al 1,3% que esperábamos. La tasa de paro ha dejado de caer, situándose en el 16,1% de la población activa (aunque cabe esperar una caída hasta el 15,8% en el próximo trimestre, para volver a repuntar en el último del año).

El dato pone de manifiesto claramente que está teniendo lugar todavía un ajuste vía empleo en respuesta a la no moderación nominal suficiente de los salarios, una vez deteriorados los beneficios empresariales a lo largo del año pasado. Este ajuste, que se centra exclusivamente en la industria (el sector de la economía más abierto a la competencia exterior) y es coherente con la caída real de la inversión en bienes de equipo que está teniendo lugar en los dos últimos trimestres, permitirá, según nuestras previsiones, un crecimiento del empleo en media del año inferior al 1%, lo que se traduciría en un ascenso de la productividad aparente de más del 2%. Ello, sin duda, tendrá el coste de la desaceleración del consumo privado pero también favorecerá la corrección de la inflación en términos de deflactor del PIB. No obstante, estos datos de empleo del primer trimestre están afectados por los efectos del "agarrotamiento" provocado en nuestro país por la crisis del Golfo Pérsico, por lo que podrían llevar a una sobrevaloración del proceso de ajuste.

En definitiva, tras el dilema de la política monetaria ante la contradicción entre expectativas interiores y exteriores, subyace una cuestión de pragmatismo fundamental. La

internacionalización del mercado de deuda, que ha generado un segmento de mercado a medio y largo plazo amplio y líquido, altera los canales de transmisión de las señales de tipos del Banco de España, que tradicionalmente se circunscribían a los mercados a corto plazo (y por tanto a las expectativas cambiarias a corto plazo). La ampliación previsible del mercado de deuda privada a medio y largo plazo, que sucederá a la internacionalización del mercado español de deuda del Estado, hará de las expectativas de tipo de cambio a largo plazo un elemento básico en la formación de tipos a largo plazo y en la canalización a través de estos mercados, y no sólo del crédito bancario, de los impulsos de la política monetaria. En este sentido, los tipos de interés compartirán cada vez en mayor medida con los tipos de cambio su papel fundamental en la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, tal tendencia, será todavía lenta y no cabe infravalorar el papel actual de los tipos de interés en la credibilidad de la política antiinflacionista.

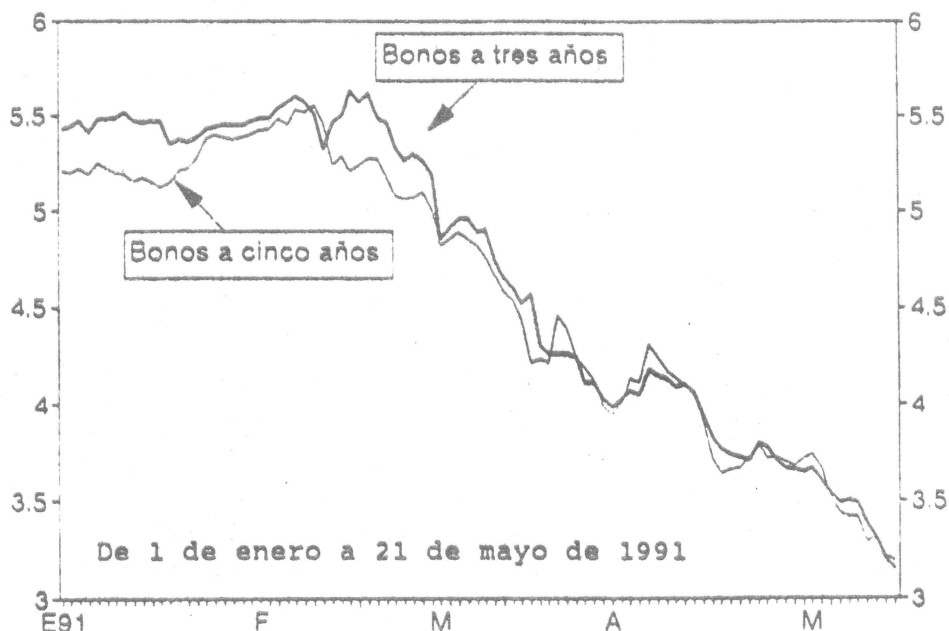
Consecuencias de la internacionalización del mercado de deuda

En nuestra opinión, la internacionalización del mercado de deuda no ha conducido a una segmentación de este mercado respecto de aquellos otros en que la demanda no residente es débil. La no segmentación está garantizada por tres canales de transmisión básicos:

- 1 - Vía oferta de papel por el Tesoro: al ser la capacidad de emisión neta del Tesoro limitada (en 1991, 682,2 m.m. efectivos como máximo), un fuerte ascenso de la financiación mediante bonos y obligaciones ha de suponer una menor financiación mediante otros instrumentos. Así, la espectacular demanda no residente de deuda a medio y largo plazo, que ha impulsado a la baja los tipos de interés de los bonos y las obligaciones en un proceso de reducción de diferenciales con el exterior, también ha afectado a las letras del Tesoro que --aunque no han soportado la demanda extranjera-- sí han visto limitada la capacidad de oferta del Tesoro, con el consiguiente descenso de tipos derivado de la demanda residente no satisfecha.
- 2 - Vía tipo de cambio: la demanda de bonos por extranjeros, en el contexto actual, ha favorecido la apreciación de la peseta frente al SME. Ello se ha traducido en un a presión a la baja sobre los tipos de interés del depósito interbancario, que las autoridades no han neutralizado.
- 3 - Al ser el mercado de deuda del Estado una referencia para las emisiones privadas, el descenso de tipos ha "contagiado" al mercado de bonos privados. La mayor

profundidad del mercado a medio y largo plazo podría además favorecer la ampliación de aquél, si bien los diferenciales entre rentabilidades privadas y públicas podrían ser ahora algo mayores que en 1990.

DIFERENCIAL ENTRE LAS RENTABILIDADES DE LOS BONOS ESPAÑOLES Y ALEMANES



En definitiva, en el desplazamiento hacia abajo de la curva cabe detectar dos movimientos independientes, que no obstante se han difundido a lo largo de una estructura temporal de tipos de interés sin segmentaciones. De una parte, el descenso de los tipos de interés del Banco de España, y de otra, el descenso del diferencial entre las rentabilidades internas de la deuda pública entre España y los demás países industrializados, producto del reforzamiento de las expectativas de convergencia en el seno de la futura unión monetaria europea.

Hasta dónde: conclusiones

Tres factores fundamentales determinan, en nuestra opinión, el doble movimiento señalado. El proceso de desaceleración de la economía española (ahora por la vía del ajuste del empleo), el descenso de los tipos de interés en Italia, Reino Unido y Francia con su contrapartida de no elevación en Alemania y las expectativas de convergencia de inflaciones entre los países que eventualmente formarán parte de la Unión Económica y Monetaria en Europa. La pregunta relevante es doble: hasta qué punto estos factores han agotado ya su efecto sobre los precios del mercado y en qué medida estos factores pueden cambiar de signo.

Al juzgar por el crecimiento nominal de los salarios en nuestro país, en un año marcado por el "parón" de la inversión en bienes de equipo y por el deterioro de los márgenes de beneficio en la industria, existe una clara divergencia entre las expectativas de inflación interiores y las expectativas que gracias a la perspectiva de UEM se definen en los mercados internacionales para nuestro país. Esto conlleva dificultades para la política monetaria que ve cómo todas las tendencias de los mercados implican descensos en los tipos de interés (y rápidos), mientras las presiones inflacionistas siguen condicionando su política. El hecho de que la peseta se mantenga extremadamente fuerte en el SME, obligando al Banco de España a adquirir nuevamente reservas, ha permitido un descenso en los tipos de interés de referencia adicional al que en otras condiciones hubiera tenido lugar.

Por otra parte, la historia reciente demuestra que el afianzamiento de las expectativas de convergencia en inflación dictadas por el proceso hacia la UEM ha estado muy ligado a la incorporación del Reino Unido al proceso. Por ello, cabe atribuir a tal afianzamiento un carácter permanente. No es pues extraño que el equilibrio de las rentabilidades de los bonos europeos a largo plazo deba contener ya estas expectativas de convergencia.

En este sentido, pensamos que la tendencia a medio plazo del mercado de deuda español seguirá siendo consolidar los descensos de los diferenciales con Europa que ya han tenido lugar e incluso reducir algo más éstos. En nuestra opinión, tal reducción adicional dependerá más del comportamiento de la economía española y de las expectativas de convergencia para el Reino Unido e Italia --países que como España están marcados por altos tipos de interés y altas inflaciones en relación con el núcleo "duro" del SME-- que de la evolución de los tipos de interés a corto plazo del Banco de España.

CRONICA DE LA ACTUALIDAD FINANCIERA

RICARDO CORTES

Mucho y muy importante ha ocurrido en España en el área financiera en Mayo y los últimos días de Abril, período que cubrimos en esta crónica: la creación de la Corporación Bancaria de España que agrupa las diversas entidades de la banca pública española, la fusión de los bancos Central e Hispano Americano en el área de la banca privada y el anuncio por el gobierno de un plan de construir 460.000 viviendas. Los dos primeros acontecimientos alteran profundamente el panorama bancario español, tanto público como privado, y el tercero supone una inversión adicional de gran volumen que habrá que acomodar de algún modo. En esta crónica nos ocuparemos solo de los dos primeros ya que otro artículo de este número de "Cuadernos" trata del tercero separadamente. En el extranjero también hemos de cubrir algo de nota: la reunión anual de primavera en Washington, los días 28 a 30 de Abril, de FMI y Banco Mundial, precedida de la del Grupo de los 7 países industriales más importantes (G7), EE.UU., Japón, Alemania, Francia, Gran Bretaña, Italia y Canadá, todos ellos representados por sus ministros de finanzas y gobernadores de sus bancos centrales. Para no exceder demasiado la dimensión habitual de esta crónica tendremos que prescindir esta vez de la miscelánea de breves noticias financieras.

CREACION DE LA CORPORACION BANCARIA DE ESPAÑA, QUE AGRUPA LA BANCA OFICIAL EXISTENTE

El viernes 3 de mayo en la usual conferencia de prensa después del Consejo de Ministros el ministro de Economía y Hacienda Carlos Solchaga dio la gran sorpresa: anunció la creación de la Corporación Bancaria de España (CBE), un holding bancario estatal que agrupará el Banco Exterior de España (hoy en un 62,1% propiedad del Estado), que a su vez absorberá al Banco de Crédito Industrial (BCI) hoy dependiente del ICO, la Caja Postal de Ahorros, el Instituto de Crédito Oficial (ICO), ambos propiedad del Estado en un 100%, y tres de los cuatro bancos dependientes del ICO, los de Crédito Local (BCL), Agrícola (BCA) e Hipotecario (BHE). Como hemos dicho más arriba el cuarto banco dependiente del ICO, el de Crédito Industrial dejará de depender del ICO y será absorbido por el Banco Exterior. La CBE, configurada como una sociedad anónima, será propietaria de las acciones de estas entidades subordinadas y podrá acudir al mercado de capitales emitiendo deuda o con ampliaciones de capital.

El ministro justificó la creación diciendo que la CBE actuará de forma beligerante el mercado en competencia con la banca privada y las cajas de ahorros, obligándolas a abaratar sus créditos e incluso, a pesar de haberlo hecho en cuantía considerable en la guerra de las supercuentas, a remunerar mejor su pasivo. Afirmó también que el ejemplo de la CBE animará a los bancos españoles a que continúe el proceso de fusiones, necesario para competir con los bancos extranjeros en las condiciones del Mercado Unico Europeo que se aproxima, y para evitar que los bancos españoles, sean absorbidos por bancos extranjeros más poderosos. El Real Decreto Ley 3/ 1991 por el que se instrumenta la creación añade una justificación adicional: las actuales entidades bancarias estatales que actualmente han conseguido ampliar su actividad en competencia con la banca privada, corren el riesgo de no poder sobrevivir en las nuevas condiciones creadas por el Mercado Unico Europeo, libre circulación de capitales y de prestación de servicios financieros, a menos que se remedien sus debilidades mediante la integración en la CBE. Es decir supone que se darán sinergias importantes.

La CBE será la mayor entidad bancaria española por volumen de activos -9,2 billones de pesetas-, aunque sus pasivos son inferiores a los del BBV, el mayor banco español después de la CBE, en unos dos billones de pesetas y sus beneficios son solo un 73,5% de los del BBV, cosa natural ya que por su propia naturaleza está concediendo financiación privilegiada con condiciones más favorables que las del mercado a las industrias o entidades (corporaciones locales por ejemplo) que por razones políticas muy respetables, el Estado

estima conveniente favorecer. Claro que esta desventaja está en todo o en parte compensada (aquí radica el problema, como veremos más adelante) por la exención del coeficiente de caja de que disfrutaban las entidades del Grupo ICO, éste y los BCI, BCA, BCL y BHE.

Reaccionando ante la creación de la CBE, la AEB (Asociación de la banca privada española), pide que, para que la CBE no disfrute de una situación de privilegio al competir con la banca privada se la someta a los mismos coeficientes que ésta. En efecto el ICO y las entidades que de él dependen están exentas del coeficiente de caja; no lo están ni el Banco Exterior ni la Caja Postal, pero el 68% del beneficio de la CBE procede de las entidades exentas, del Banco Exterior solo un 20% y de la Caja Postal el 12% restante. Los defensores de la exención contraarguyen alegando que la CBE, a diferencia de la banca privada, está obligada a conceder créditos blandos que la reportarán menos beneficios. Enseguida examinaremos la validez de este contraargumento.

Los presidentes de los dos bancos españoles hoy más boyantes, el Popular y el Santander, que no temen ni opas hostiles ni la competencia de la CBE, la han dado la bienvenida. La mayoría de los analistas financieros, generalmente gente cauta, apuntan que aunque a la larga la integración tendrá efectos favorables, dadas las naturalezas muy dispares de las diferentes entidades que componen la CBE es probable que una integración efectiva lleve tiempo y tenga un coste personal y real apreciable.

¿Qué habría que pensar sobre la oportunidad y efectos de la creación de la CBE?. Ante todo hay que reconocer que el Ministro de Economía y Hacienda tiene razón al pensar que existe un amplio campo de reducción del margen de intermediación en la banca privada española y que la CBE podría actuar beligerantemente para reducirlo y conseguir así abaratar los créditos. También tiene razón el Ministro al afirmar que son convenientes las fusiones entre bancos españoles para poder afrontar mejor las condiciones del Mercado Unico Europeo y para librarse de OPAs hostiles.

Hay quien alega que un ente bancario público por la inherente pesadez y burocratismo de todo organismo oficial nunca podrá competir con la banca privada a menos que disfrute de considerables privilegios, en nuestro caso la exención de coeficientes, lo que producirá necesariamente una baja en la eficacia global de la función intermediadora del sistema bancario. No es un argumento válido: tenemos el ejemplo del Banco Exterior que bajo la presidencia de Francisco Luzón tiene un nivel de eficiencia y profesionalidad tan altos como los buenos de la banca privada, y de los bancos franceses públicos, como el Crédit Lyonnais, de cuya eficacia y buena dirección nadie duda. Luzón ha sido nombrado presidente de la CBE, lo que garantiza una gestión eficaz y con criterios comerciales.

El verdadero problema de la CBE consistiría en como compensar la disminución de beneficios de la CBE derivada del hecho de que una proporción considerable de los créditos que concede son blandos, es decir a tipos de interés inferiores a los del mercado o en condiciones más favorables que las prevalentes en el mismo. Antes de buscar la solución a este problema debemos enfrentarnos a una cuestión previa: ¿Son de veras necesarios esos créditos blandos? ¿No habría un medio mejor de ayudar a las industrias o ramas que mereciesen una trato especialmente favorable?.

Es no solo admisible sino conveniente que por razones válidas (industrias prometedoras pero que no pueden al principio conseguir financiación en el mercado, viviendas para familias con rentas reducidas, etc.) el gobierno ayude a industrias o sectores determinados. Hay que dejar claro que la ayuda en sí no es rechazable. Para ayudarlas se las puede conceder, bien subvenciones presupuestarias directas, bien un trato fiscal más favorable, es decir que paguen menos impuestos, bien capitales a un tipo de interés inferior al del mercado, es decir créditos blandos.

Los créditos blandos tienen el serio inconveniente de introducir distorsiones en el sistema crediticio, que deja de funcionar por las reglas de la economía del mercado, según las cuales las preferencias de los consumidores determinan el empleo del capital. Mediante los créditos blandos los capitales van a las industrias o sectores que el gobierno, no los ahorradores, cree que debe recibirlos. La reducción al absurdo es la economía soviética, en la que los capitales van siempre a donde quiere el Gosplan, y los consumidores no desempeñan papel alguno. Si los créditos blandos suponen un porcentaje considerable del total la economía empezará a sufrir los males de la economía soviética y su eficiencia disminuirá. Sin embargo aún recociendo que deben usarse

con gran parsimonia por las razones recién mencionadas, sería excesivo rechazarlos en absoluto. La regla de oro es que solo deben admitirse si el gobierno asigna la partida presupuestaria correspondiente a subvencionar los intereses de los mismos. De ese modo se sabe con exactitud cuanto cuesta al país el ayudar a las industrias o sectores en cuestión. La solución de facilidad, según la cual simplemente se conceden créditos blandos sin asignación presupuestaria para bajar sus intereses, debe rechazarse en absoluto.

No negaremos que los créditos blandos sin asignación presupuestaria son y serán mucho más populares porque no se traducen en impuestos o en detracciones a otros gastos presupuestarios, apareciendo pues como una solución indolora al problema. Sin embargo basta echar una mirada a la economía española de los años 40 para darse cuenta de sus enormes inconvenientes.

Quizá la mejor solución sería la asignación presupuestaria directa, no a través de la rebaja del tipo de interés. Después de todo van a cargo del presupuesto inversiones necesarias que difícilmente podrían conseguir del mercado financiación suficiente, como carreteras, o educación para la masa de la población. ¿Por qué no emplear el mismo procedimiento, la subvención presupuestaria directa, evitando así distorsiones? Hay que reconocer sin embargo que esta solución será difícil de adoptar siempre simplemente porque supone una carga visible y pública en el presupuesto.

Una CBE que solo conceda créditos a tipos del mercado como la banca privada, y que sea utilizada por el Estado solo como guardián de la competencia para evitar situaciones monopolísticas o de cártel muy frecuentes si sólo existe banca privada y ésta está protegida frente a la competencia extranjera, desempeña una función necesaria que justifica suficientemente su existencia. Si el Estado quiere ir más lejos, quiere intervenir más intensamente protegiendo inversiones o sectores determinados puede hacerlo, bien mediante dotaciones presupuestarias directas, bien mediante créditos blandos con la asignación presupuestaria correspondiente.

Un problema de importancia con el que se enfrentará necesariamente la CBE será cómo coordinar y dirigir actividades bancarias muy diversas, en diferentes terrenos, unas subvencionadas y otras no. Es el eterno problema de los holdings que agrupan actividades muy dispares como el que nos ocupa, un problema que sin embargo tiene solución mediante el modelo de banca federada, actualmente en boga en casos semejantes y que está sustituyendo al modelo tradicional de banca universal. No vamos a extendernos sobre ese modelo que se expuso en el número de "Cuadernos" del mes pasado. Esencialmente consiste en crear entidades subordinadas independientes (en el caso de la CBE ya existen) con directores y cuentas de resultados separadas y que operan con total autonomía, reservando para el holding central la alta dirección, las decisiones estratégicas y los organismos comunes necesarios para preservar una coordinación que asegure las sinergias. Ese será seguramente el modelo de la CBE.

Parece conveniente tratar separadamente los problemas que plantean las diferentes entidades bancarias que componen la CBE. Analistas de prestigio las distinguen opinando que algunas deben continuar y otras reformarse.

Respecto al Banco de Crédito Industrial (BCI) el Decreto-Ley 3/1991 estipula su absorción por el Exterior. El BCI ha sido durante bastantes años el salvavidas de la industria siderúrgica española que no podía sobrevivir sin ayuda estatal. En algunos casos el BCI tuvo que acabar haciéndose cargo de la gestión de empresas incapaces de pagar sus deudas. Afortunadamente la situación ha mejorado y hoy el BCI concede el 57,3% de sus créditos al tipo de mercado libre, al haber descendido considerablemente su porcentaje de financiación protegida. De todos modos y a consecuencia de su papel de salvavidas el BCI se ha convertido en el primer empresario siderúrgico de España. Tiene el 17% de Altos Hornos de Vizcaya (AHV), ha suscrito una emisión de bonos convertibles de AHV, y como seguramente tendrá que convertirlos aumentaría su participación hasta un 80%. Es propietario a medias con el INI de los holdings que controlarán AHV, Ensidesa, Acenor y Foarsa. Como la política del gobierno español es desprenderse de industrias de ese tipo e ir reduciendo sus subvenciones a las mismas cuando salgan de apuros, es de esperar que esa situación no sea permanente y el BCI deje de ser una carga para la CBE.

En cuanto a la Caja Postal la mejor solución sería que el Banco Exterior la absorbiese, como ha hecho con el BCI. Ambas entidades son complementarias: el Banco Exterior tiene un gran campo a financiar y le viene a la medida una entidad como la Caja Postal, con una enorme red de sucursales muy baratas de administrar (es

el mismo personal de Correos) que ya absorben una parte considerable del ahorro popular que de ese modo sería canalizado a empleos más rentables que cualquier financiación subvencionada. Parece que es lo que va a ocurrir: Luzón ha sido ya nombrado director de la Caja Postal, lo que puede interpretarse como un primer paso hacia su absorción por el Banco Exterior.

Respecto al Banco de Crédito Agrícola (BCA), en las actuales circunstancias, cuando se espera en un plazo no demasiado largo una modificación profunda en sentido menos proteccionista y más comercial de la Política Agrícola común de la CE que se manifestará en una baja de los precios de garantía que obligará a una profunda transformación de las explotaciones agrícolas españolas, parece conveniente disponer de una entidad bancaria destinada a la financiación de las muchas explotaciones agrícolas que lo necesiten. Esa entidad es el BCA. Por ello parece conveniente que continúe su actividad. En principio podría pensarse que es sólo necesaria mientras dure el ajuste de la agricultura española a las nuevas condiciones, pero el ejemplo de los países de la CEE, donde no se contempla en absoluto la desaparición de esas entidades por consideraciones políticas evidentes, apunta a su permanencia indefinida.

El Banco Hipotecario (BHE) debe continuar como entidad independiente dentro de la CBE. Tiene una función concreta y determinada, la financiación de la vivienda a través de cédulas hipotecarias, que no solo va a subsistir, sino que se va a ampliar enormemente gracias al Plan estatal de construcción de 460.000 viviendas aprobado por el Consejo de Ministros el 10 de Mayo. Su experiencia de muchos años en este campo de actividad garantiza que en la financiación del Plan el BHE tendrá un papel fundamental y un gran futuro.

El Banco de Crédito Local (BCL) es el típico banco especializado que llena un nicho en el que pocos entran: la financiación de las administraciones locales. Sus necesidades de financiación son enormes, y a diferencia de las autonomías muy difícilmente pueden cubrirse con emisiones de deuda o acudiendo a los bancos privados. El BCL viene a medida para tapar ese agujero y todo indica que sus actividades se seguirán ampliando en el futuro.

Respecto al Instituto de Crédito Local (ICO) hasta ahora era una entidad de tipo holding propietaria de los BCL, BCI, BCA y BHE. Al asumir directamente la CBE la propiedad de esas entidades podría parecer que el ICO se queda vacío de contenido y debiera desaparecer. No va a ser así: el Ministro de Economía y Hacienda ha dicho que continuará, convertido en un agente financiero del Estado que "aconsejará al Estado aprobar o no y las características que tendrán las nuevas líneas de financiación subvencionada que propongan los ministerios; gestionará también el Fondo de Ayuda al Desarrollo (que financia proyectos de ayuda al Tercer Mundo) y obtendrá dinero emitiendo títulos para determinadas actividades, pero ya no decidirá sobre la actividad general del grupo bancario que antes presidía: eso corresponde ahora a la CBE". Parece pues que el ICO quedará reducido a un papel puramente consultivo, con alguna excepción. Es lógico que así sea: el que siguiera teniendo un papel decisivo no sería compatible con el hecho de que ahora la cabeza del holding ya no es el ICO, sino la CBE.

Dentro del modelo de la banca federada, que le viene como anillo al dedo a la CBE, la entidad central será el nuevo Banco Exterior ampliado por la absorción del BCI y la Caja Postal, y las entidades satélites, con presidentes y cuentas de resultados separadas, los BCA, BCL y BHE.

Hay que mencionar también una decisión importante tomada por el gobierno: la posibilidad de una privatización parcial del Banco Exterior mediante la ampliación de su capital que sería ofrecida en el mercado, aunque por ahora hay que descartar por completo una privatización total, en la que el gobierno perdería su papel decisivo. Aun siendo solo parcial, asegura o al menos hace mucho más probable que el Banco se rija por criterios competitivos y no políticos.

Es conveniente aquí referirse al informe que el consultante británico Jack Revell ha hecho para el Banco Exterior y que según algunos está en la base de la decisión del gobierno de crear la CBE para asegurar así la independencia financiera del país. Sus líneas generales no difieren gran cosa de lo que hemos expuesto más arriba. Según el informe está perfectamente justificada la existencia de una banca pública fuerte, en primer lugar porque en el mercado financiero siguen existiendo huecos que no son cubiertos por la banca comercial, como la financiación a largo plazo y determinadas necesidades de las economías domésticas, en especial de las más modestas. La banca pública cubre esas necesidades tomando las operaciones de mayor riesgo.

En segundo lugar la banca pública es un necesario contrapeso a las inevitables tendencias monopolísticas o de formación de cárteles de la banca privada, inherentes a la naturaleza de ésta. Las entidades públicas pueden influir en el mercado al fijar los intereses activos y pasivos y bajar los créditos hipotecarios, protegiendo así al ahorrador o prestatario.

En tercer lugar Revell cree que para asegurar la libertad de elección del consumidor se requiere la presencia al lado de la banca comercial, de bancos públicos, cajas de ahorros y diversas entidades mutualistas, todas ellas al abrigo de OPAs hostiles que generalmente desembocarían en una concentración monopolística perjudicial al consumidor.

En cuarto lugar Revell hace hincapié en la necesidad de evitar que OPAs hostiles lanzadas con éxito por bancos extranjeros pongan en sus manos el poder de decisión en el negocio bancario del país. Para él ésta es probablemente la consideración más importante.

Revell no se opone a la salida a bolsa de la banca pública para captar recursos, incluso con ampliaciones de capital, aunque insiste en que nunca debería desembocar en una privatización a consecuencia de quedar en minoría la participación estatal en su capital.

Acabaremos este epígrafe con la noticia de que el 21 de Mayo la flamante CBE hizo buena la promesa del Ministro de que la CBE iba a actuar agresivamente en el mercado para promover una baja en los intereses activos de la banca privada en cuanto se produjeran bajas en el precio oficial del dinero: ese día la CBE tomó su primera decisión, que consistió en bajar el tipo de interés activo de las entidades que la componen, para reflejar así la baja en el precio oficial del dinero de 13,5 a 12,75% ocurrida el jueves 16 de Mayo. Hay que añadir sin embargo que algunos de los bancos privados -concretamente el Santander y el BBV- ya lo habían hecho sin esperar a que la banca oficial o la competencia les obligara a ello.

FUSION DEL BANCO CENTRAL CON EL HISPANOAMERICANO

El 14 de Mayo los presidentes del Banco Central, Alfonso Escámez y el del Hispano Americano, José María Amusátegui anunciaron la fusión de ambos bancos que se instrumentará mediante la absorción del Hispano por el Central, recibiendo los accionistas de aquél cinco acciones del Central por cada seis del Hispano, lo que supone que para el canje se valorarán las acciones del Hispano un 18,8% por encima de su valor en Bolsa, es decir, se concede una prima a los accionistas del Hispano, reconociendo que la cotización no refleja el valor de sus activos. La operación ha sido muy bien recibida por el gobernador del Banco de España y por el Ministro de Economía y Hacienda, que repite desde hace tiempo que tales fusiones son necesarias para dar a los bancos españoles volumen suficiente para competir con los europeos en las condiciones de Mercado Unico en 1993, y que ha alabado la conducta de ambos presidentes afirmando que han sabido anteponer los intereses generales a los particulares sin dejarse llevar por deseos personales o por vanidad. El presidente de la nueva entidad, el Banco Central Hispano Americano (BCHA) será el del Central, Alfonso Escámez, hasta la segunda mitad de 1992, durante la cual se retirará. El del Hispano, José María Amusátegui, será presidente solidario, una nueva figura que literalmente quiere decir que las decisiones tomadas incluso separadamente por cada uno serán válidas, y que presupone pues una colaboración y consulta estrechas y una completa confianza mutua. Amusátegui se encargará de la dirección ejecutiva y presidirá los comités y comisiones del consejo. Como no se nombra consejero delegado de la nueva entidad hay que asumir que sus funciones serán ejercidas por éste último. Como de costumbre en estos casos la fusión se hace depender de la exención fiscal a las plusvalías que aparezcan cuando haya que evaluar de nuevo los activos de ambos bancos para realizar la fusión. Las plusvalías ascenderán a unos 250.000 millones de pesetas. El ministro de Economía ha declarado que habrá exención, como se hizo en fusiones anteriores.

El BCHA será el mayor de España en volumen de depósitos (5,7 billones de pesetas) y el segundo por activos (8,8 billones) detrás de la estatal CBE. Ambos tienen considerable participación extranjera en su capital: en el Hispano el banco alemán Commerzbank tiene el 11,4%, el grupo mejicano Baillères el 2,7% y Fiat el 1%, lo que hace un total extranjero del 14%, aparte del 5% que el Hispano ha anunciado va a intercambiar con el Banco di Roma. En el Central la constructora francesa Bouygues tiene alrededor del 4,5%, la Union des

Assurances de Paris (UAP) el 3,5%, el grupo petrolífero francés Elf Aquitaine el 2,5%, un total extranjero de 10,5%, aparte del 2,5% que la aseguradora norteamericana Prudential Bach tiene en depósito. Después de la fusión la participación extranjera en el BCHA quedará reducida a un 5%.

El BCHA controlará uno de los grupos industriales más importantes del país, tanto en seguros como en eléctricas, petróleo, alimentación, autopistas etc.

Trataremos de exponer a continuación el por qué de la fusión y sus ventajas, dificultades y consecuencias:

El por qué: el primer lugar los recursos propios de ambos bancos ser verán muy reforzados por las plusvalías afloradas por la fusión; en segundo lugar existía para ambos la posibilidad de que fuesen absorbidos por el Banco Santander; en tercer lugar estaban sometidos a la presión discreta pero constante del Ministerio de Economía y Hacienda que no deja de repetir lo necesaria que es una fusión, con éste o con otro.

Las plusvalías como ventaja de la fusión:

La ruptura a los 9 meses de la fusión Banesto-Central y la salida de Cartera Central del Banco Central, que obligó a éste a comprar los 11,85 millones de sus acciones propiedad de Cartera Central (lo que además ocasionó pérdidas de 5.970 millones de pesetas a su correduría de seguros Prossa), unido a las fuertes provisiones para cubrir minusvalías, aumentadas en 33.000 millones de pesetas después que la auditoría de Arthur Andersen de las cuentas de 1990 revelara su necesidad (provisiones hechas en parte con cargo a la cuenta de resultados y en parte transfiriendo reservas a fondos especiales), hizo que el Central tuviese que emitir bonos subordinados por 49.000 millones de pesetas en 1990 y 35.0000 millones más el 4 de Mayo para pagar el segundo plazo del precio del paquete de 11,85 millones de sus acciones propiedad de Cartera Central al que nos hemos referido más arriba. La compra de ese paquete ha inflado su autocartera hasta un 6,25%, porcentaje elevado que trata de reducir. Yamaichi, que tomó un 3,5%, lo ha hecho con un pacto de recompra por si no puede colocar las acciones entre sus clientes. Los 250.000 millones largos de plusvalías resultantes de la fusión vienen muy oportunamente.

Los resultados del Hispano en 1990 revelan un escaso crecimiento y un margen pequeño en el negocio bancario. El Hispano había pasado por una época de serias dificultades. En 1984 no pudo repartir dividendos y tuvo que entrar en un largo proceso de saneamiento, supervisado por el Banco de España, que tuvo que aportar, junto con el Fondo de Garantía de Depósitos y los otros grandes bancos, 45.000 millones de pesetas, que el Hispano devolvió en 1988 al vender por 67.500 millones de pesetas el Banco Urquijo Unión al Grupo March. Está claro que también le venían muy bien las plusvalías.

Posibilidad de absorción por el Banco Santander:

El Banco Santander ha acumulado un "tesoro estratégico" de 300.000 millones de pesetas vendiendo el Banco Comercial Español y la Banca Jover al Crédit Lyonnais, sus 80% de la Electra del Viesgo, 2,04% de Fecsa y 1,2% de Fenosa a Endesa, y gracias a la ruptura de su acuerdo con Cariplo, además de los recursos que ha conseguido siendo el primero que introdujo las supercuentas. Esos 300.000 millones es lo que hay en el "tesoro" después de salir de él el dinero empleado en adquirir participaciones en el Royal Bank of Scotland, el norteamericano First Fidelity Bancorp, el Banco de Comercio e Industria de Portugal y todo el Caguas Federal Savings Bank de Puerto Rico. El Presidente del Santander, Emilio Botín ha anunciado que está dispuesto a adquirir un banco en España "si su precio es suficientemente atractivo".

Los proyectos de adquisición del Banco Santander se han dirigido a ambos bancos, el Central y el Hispano. Se rumorea que el presidente del Santander escribió al del Central exponiéndole su interés de obtener de forma amistosa una importante participación en su banco, y que tuvo lugar una llamada telefónica del Santander al presidente del Hispano manifestándole igualmente su interés en una "entrada" amistosa en su banco. Se dice también que el Santander ha comprado en bolsa un importante paquete de acciones del Hispano. Sean o no ciertos estos rumores, que en general han sido desmentidos con más o menos convicción por los interesados, las negociaciones entre el Central y el Hispano para una posible fusión que según parece se venían arrastrando desde Semana Santa se aceleraron de golpe y en tres días se concluyeron con éxito.

Muchos analistas opinan que la ofensiva adquiridora del Santander se dirigirá ahora hacia el Banasto. Desde luego el "tesoro estratégico" del Santander es más que suficiente para ello. Según ciertos rumores el Santander podría adquirir el Banasto mismo, mientras que el presidente de este último, Mario Conde, quedaría al mando de la Corporación Industrial Banasto. Esta división tiene una cierta lógica, ya que la Corporación está más de acuerdo con la experiencia empresarial anterior del actual presidente del Banasto. El presidente del Santander ha dicho el 16 de Mayo que su banco ni ha comprado ni piensa comprar ninguna acción del Banasto, tratando de desmentir el rumor según el cual el Santander es el comprador de un 3% del capital de Banasto (más de dos millones de acciones) que el 14 de Mayo se vendieron en la bolsa de Madrid. De todos modos el Santander ya ha apoyado al Banasto comprando 150 millones de dólares de su deuda subordinada, lo que hace pensar que hay contactos entre ambos que podrían desembocar en la operación antedicha. En todo caso se da por seguro que el presidente del Santander conservará el control y que se tratará más bien de una absorción que de una fusión, a diferencia de lo que ha ocurrido con el BCHA, donde, aunque la forma ha sido una absorción del Hispano por el Banasto, en realidad, teniendo en cuenta la distribución de poderes entre ambos presidentes ahora y después de 1992, la situación real es muy diferente.

Presiones de las autoridades monetarias en favor de la fusión:

Desde hace tiempo tanto el gobernador del Banco de España como el ministro de Economía y Hacienda no se cansan de repetir lo conveniente, e incluso necesarias, que son estas fusiones para que la entidad o las entidades resultantes tengan un volumen suficiente para poder resistir la competencia de los grandes bancos europeos a partir de la instauración del Mercado Unico en 1993. La autoridad ha dado ejemplo con la fusión de todos los bancos estatales en la Corporación Bancaria de España (CBE) que según el ministro de Economía y Hacienda intervendrá activamente en el mercado tomando una actitud beligerante por ejemplo para bajar los tipos de interés activos cuando hayan bajado los pasivos.

El ministro de Economía no teme incluso descender a casos concretos: en unas declaraciones el 14 de Mayo, además de felicitarse por la fusión Central-Hispano, dijo que "sería deseable una segunda fusión Santander-Banasto o cualquier otra que fortalezca a la banca española, aunque -añadió- eso es algo que deben decidir sus presidentes".

No se trata pues de mandatos directos sino de amonestaciones y contactos informales a veces muy eficaces en los que el ministro y el gobernador encarecen a los presidentes de los bancos fusionables lo mucho que les conviene la fusión, su actitud benévola respecto a la exención de plusvalías que afloraran con ocasión de la misma, etc.

Ventajas e inconvenientes de la fusión:

La ventaja más importante ha sido mencionada más arriba: a ambas instituciones les vienen muy bien las plusvalías que aflorarán como consecuencia de la fusión, aunque no se pueda decir ni mucho menos que sean necesarias para su supervivencia. Los dos bancos fusionados son solventes. No nos encontramos aquí con una crisis de solvencia como en el caso de el Bank of New England y otros bancos o cajas de ahorros norteamericanos, sino simplemente ante una crisis de rentabilidad.

Para algunos analistas una ventaja adicional es que se da una cierta complementariedad entre los dos: el Hispano tiene una vocación marcadamente financiera. Su grupo financiero en los últimos años se ha ido desprendiendo de sus participaciones industriales. El Central, aunque participa también en entidades financieras y de seguros, tiene una vocación más bien industrial: participa en Cepsa, Iberduero, Fecsa, Hidrola, Dragados, Campofrío, etc.

Consecuencias de la fusión:

Cualquier fusión, por beneficiosa que parezca en principio, tiene dificultades imposibles de evitar, consecuencia del hecho mismo de la fusión. De dos administraciones, a veces con estilos muy diferentes, hay que hacer una. El resultado puede ser malestar y desorientación en el personal. Los estilos de los bancos Central e Hispano difieren entre sí. El Central es un banco muy jerarquizado que tiende a tomar decisiones en la cumbre

y da mucha importancia a la senioridad, lo que no ocurre en el Hispano, cuyo personal directivo es más joven y ha sufrido fuertes cambios a raíz de la crisis a que nos hemos referido más arriba.

El BCHA se encontrará con el problema de duplicación de oficinas y consiguiente exceso de personal, por estar los bancos fusionados entre los que tienen mayor número de sucursales. Ello obligará a un ajuste de personal que va a ocasionar serios problemas con los sindicatos, a menos que el ajuste se haga solo mediante jubilaciones y despidos voluntarios, con lo que sería muy lento y caro y anularía una de las grandes ventajas de la fusión. Los sindicatos ya han exigido y obtenido del presidente del BCHA la promesa de que no habrá despidos, promesa que será difícil y cara de guardar.

En suma la fusión ha creado un nuevo banco que parece más en forma para resistir la competencia internacional, aunque haya de pasar por un período de ajuste más o menos largo y doloroso. En lo que respecta a cuál de los dos equipos fusionados llevará la voz cantante en el nuevo banco, todo hace pensar que será el equipo del Hispano: su jefe llevará la dirección día a día del BCHA y dentro de año y medio asumirá en solitario la dirección al retirarse el actual presidente.

REUNION DEL GRUPO DE LOS SIETE, FMI Y BANCO MUNDIAL EN WASHINGTON

Como de costumbre empezó con la reunión del G7 en la que los países que verdaderamente cuentan se reúnen y tratan solos de los problemas acuciantes de la economía mundial. Después tienen lugar las reuniones del FMI y las del Banco Mundial, con gran número de participantes, en las que cada ministro o gobernador pronuncia un discurso a veces excesivamente largo escuchado con más o menos atención, en la mayoría de los casos con menos. Los contactos privados de pasillo entre las diversas delegaciones suelen ser lo más útil de todo el ejercicio.

El papel de estrella lo jugó el Secretario de Estado norteamericano Nicholas Brady que pidió una baja mundial de los tipos de interés dirigiéndose realmente a Alemania cuyo tipo sirve de ancla e impide que los países hoy en recesión, EE.UU. y Francia sobre todo, puedan bajar los suyos. En su discurso diagnosticó certeramente la situación y a continuación pidió un remedio, la baja de los tipos de interés, que no servirá gran cosa para mejorarla, como apuntaba en un artículo bastante áspero el *Financial Times*. Según Brady el gran problema de la economía mundial es hoy cómo conseguir la enorme cuantía de capital necesaria para sacar del atasco a las economías de los países ex-comunistas del Este de Europa y de la Unión Soviética y para reconstruir los países afectados por la guerra del Golfo, sin contar con las necesidades que vienen de años anteriores, la ayuda al Tercer Mundo sobre todo. Por causas de todos conocidas las fuentes de capital que surtían al mercado internacional de capitales, Alemania y Japón, se han secado, al menos durante unos años. Hay que suplirlas de algún modo. Hasta aquí el análisis es perfecto, pero luego Brady propone un remedio que no sirve, la baja de los tipos de interés mundiales, sin duda útil (aunque peligrosa) para salir de una recesión como la que aqueja a su país y a Francia, pero que no sirve en absoluto para fomentar la acumulación de capital.

Incluso en situaciones como la americana de recesión que coexiste con inflación y déficit presupuestario y de balanza de pagos la baja de los tipos elevará la inflación y aumentará el déficit exterior, aunque sin duda alivie algo la recesión. Es pues un remedio peligroso, como parece pensar el presidente del FED, Alan Greenspan, que a pesar de las presiones del propio Presidente Bush solo lo usa con gran cautela y cuando la inflación parece bajar, para acelerar una recuperación que empieza. Como es natural Brady al pedir esa baja obedece al Presidente Bush que la necesita para animar la economía y salir de la recesión a tiempo para poder ganar las elecciones de 1992, y no hace caso de la opinión cautelosa de Greenspan.

Más lógica y defendible es la postura francesa, aquí coincidente (rara avis) con la americana. Gracias a una política fiscal y monetaria austera adoptada por Mitterand después de las alegrías populistas de los primeros seis meses de su mandato que causaron inflación y déficit que le obligaron a dar marcha atrás rápidamente, austeridad que ha tenido éxito y ha acercado a Francia a niveles de inflación y déficit comparables a los alemanes, Francia podría permitirse sin dificultad bajar sus tipos, pero no puede hacerlo porque se lo impide hoy el ancla que supone la fuerte cotización de la peseta en el SME, pero más a la larga los altos tipos

alemanes. Las presiones políticas francesas usando un arma de todos conocida han conseguido que España baje el precio del dinero del 13,5 al 12,75%. Ahora le falta conseguir que Alemania los baje también. No le va a ser fácil.

Los británicos dando pruebas de realismo se dan cuenta de que ahora con una inflación subyacente elevada y con unos sindicatos que están consiguiendo notables subidas de los salarios que repercuten en los costes unitarios de las exportaciones, tienen que proceder con más prudencia y no urgen a Alemania a que baje sus tipos. Creen que incluso con los tipos actuales alemanes tienen juego suficiente para bajar los suyos si lo estiman necesario.

Se comprende perfectamente que Alemania rechace la pretensión americana. Con sus fábricas en la parte occidental trabajando a tope, con las subvenciones enormes que está pagando a su parte oriental para evitar su derrumbe y reconstruirla (que ascenderán entre 100.000 y 200.000 millones de deutschmarks durante 8-10 años, según los cálculos del prestigioso Instituto de Coyuntura de Kiel), y con el déficit presupuestario y de balanza corriente consecuencia de lo anterior, bajar los tipos sería un error que les costaría muy caro. El único resultado de las presiones ejercidas por los americanos y los franceses ha sido una media promesa de Herr Pöhl de no subir por ahora los tipos de interés alemanes. Se da por seguro que la postura del nuevo presidente del Bundesbank que seguirá a Herr Pöhl (que acaba de presentar su dimisión para irse a la banca privada, donde ganará muchísimo más) será tan firme en su rechazo como la de su ilustre predecesor.

Deuda del Tercer Mundo y países ex-comunistas

Los ministros y gobernadores se ocuparon también del problema de la deuda oficial y de las necesidades de financiación del Tercer Mundo. El ministro británico Norman Lamont insistió en el G7 en la llamada Propuesta de Trinidad presentada por el entonces Canciller del Echequer (ministro de finanzas) británico John Major en la conferencia de la Commonwealth en dicha isla el pasado otoño, según la cual se deben conceder rebajas de dos tercios en la deuda exterior oficial de los países más pobres del Tercer Mundo y términos especialmente favorables para pagar el resto, bajo condición de seguir políticas de economía de mercado. Se decidió fijar una fecha límite para tomar una resolución sobre el asunto, que sería la reunión del Club de París a mediados de año. En esta cuestión de las deudas oficiales el ministro francés Pierre Bérégovoy rechazó categóricamente la propuesta americana de ampliar a Egipto y solo a Egipto la rebaja del 50% de la deuda oficial concedida a Polonia. Hasta ahora rebajas sustanciales e incluso condonación de la deuda solo se conceden a los países más pobres del Tercer Mundo. Bérégovoy insistió en que rebajas semejantes podrían también ser concedidas caso por caso a otros países africanos aunque no estén entre los más pobres -como sus ex-colonias Senegal, Costa de Marfil, Camerún y Gabón- que están haciendo esfuerzos muy meritorios para afianzar la democracia.

Se da por seguro que se concederá la rebaja a Egipto, lo que ha causado cierto malhumor en la delegación japonesa, que dice que va a ser difícil que Japón conceda en el futuro créditos comerciales a los países que disfruten de esas rebajas.

Aumento de capital de la Corporación Financiera Internacional

En la reunión del Comité de desarrollo, compuesto por los ministros de finanzas de países industriales y del Tercer Mundo y que fija directivas en cuestiones de desarrollo a seguir por el FMI y por el Banco Mundial, los EE.UU. vetaron una propuesta de aumentar en 1.300 millones de dólares el capital de la International Finance Corporation (IFC) que concede créditos blandos a empresas privadas del Tercer Mundo. Los EE.UU. solo aceptarían un aumento de 750 millones bajo condición de que el Banco Mundial más la IFC concedieran la mitad de sus créditos a la empresa privada. El presidente del Banco Mundial Barber Conable apuntó que para ello sería preciso modificar los estatutos del Banco, lo que llevaría tiempo y seguramente suscitaría gran oposición, ya que supondría cambiar sustancialmente la naturaleza y función básica del Banco, que trata con gobiernos y con organismos internacionales y solo secundariamente con la empresa privada. Hay

muchas inversiones públicas en el Tercer Mundo absolutamente necesarias, como educación, carreteras, transportes, etc., muy difícilmente financiables por la banca privada y que constituyen por ello el campo apropiado para la financiación a cargo del Banco Mundial. Sería un error detraer financiación de esos objetivos para dedicarla a inversiones privadas en principio financiables de otro modo. Por estas razones el veto norteamericano causó mala impresión.

**RESUMEN DE PRENSA
LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA
INTERNACIONAL**

INDICE

Páginas.

El curso de la reforma bancaria de Estados Unidos	2
Los peligros de la reciente dejación de la Reserva Federal	7
Los 7G, bajo presión USA	11
Los tipos de interés tras la reunión de los 7G	14
Banco Mundial: los retos del nuevo presidente	16
La opinión de Dornbusch sobre las áreas de libre comercio	23
Esos temibles japoneses	27
Unión Económica y Monetaria: el estado de la cuestión	32
Adios, Sr. Pöhl	43
Francia: industrialistas contra liberales	50
Bancos: España celebra una fusión de peso	56

El curso de la reforma bancaria de Estados Unidos

(Kenneth H. Bacon, en "The Wall Street Journal")

La Reserva Federal se opone a una importante provisión destinada a acentuar el control sobre la banca, y esto con el argumento de que la medida podría limitar la capacidad del banco central de proporcionar liquidez a los bancos con dificultades transitorias.

El Financial Institutions Subcommittee, del Comité Bancario de la Cámara de Representantes, ha de votar uno de estos días un proyecto de ley destinado a incrementar el fondo de garantía de los depósitos bancarios, a imponer unos principios contables más severos para la banca, a obligar a las autoridades a actuar con mayor celeridad y más agresivamente en los casos de los bancos más débiles y a limitar la cobertura de la garantía para las grandes cuentas.

Algunas partes de la ley -el primer paso, este año, en el camino de la reforma de la legislación que regula la banca en Estados Unidos- cuentan con un amplio respaldo de los comités bancarios de la Cámara y del Senado. Sin embargo, tanto los banqueros como la Administración están empezando a temer que la nueva ley proponga cambios excesivos, susceptibles de acelerar el cierre de entidades bancarias al reducir el poder discrecional de las autoridades monetarias para acudir en ayuda de los bancos con problemas ocasionales.

Así, la Reserva Federal se siente particularmente preocupada por una norma que limitaría la capacidad del banco central de ampliar las ayudas a bancos insuficientemente capitalizados a través de su ventanilla de descuento. "La supresión para tales entidades de las facilidades de liquidez que les proporciona la Reserva Federal daría lugar a unos cierres prematuros e innecesarios, al incremento de los costes potenciales del fondo de seguro de depósitos, a una vigilancia abusiva de las relaciones crediticias en curso -con los consiguientes efectos

adversos para los peticionarios de créditos-, así como a alteraciones sistemáticas de la buena marcha del sistema", dijo hace poco Alan Greenspan en una carta dirigida al presidente del House Banking Committee, Henry González, un demócrata de Texas.

La norma que disgusta a la Reserva Federal imposibilitaría al banco central para prestar fondos a un banco subcapitalizado durante más de cinco días en períodos de tres meses. La idea del subcomité es evitar que la Reserva Federal proporcione dinero a los bancos antes de que estos se hundan, como ocurrió el año pasado en un fracasado intento de salvar al National Bank of Washington.

Greenspan ha comentado que tal norma "parece basarse en la premisa errónea de que cualquier entidad subcapitalizada es inviable". De hecho, según escribió al representante González, "nuestra experiencia indica que muchas entidades que sufren de una insuficiencia de capital pueden ser recuperadas".

El mismo González y el también miembro de la Cámara Frank Annunzio, demócrata por Illinois y presidente del Financial Institutions Subcommittee, presentaron el proyecto de ley con dos objetivos: posibilitar que la Federal Deposit Insurance Corp. (FDIC) obtuviera los fondos necesarios para hacer frente al coste de la presente ola de quiebras bancarias, que ha vaciado al Bank Insurance Fund, y hacer más severa la normativa bancaria de forma que las quiebras del sector disminuyan en el futuro.

Todo el mundo acepta tales objetivos, pero muchos banqueros temen por el coste y por la rigidez de las propuestas diseñadas para evitar el cierre de bancos. El proyecto presiona a las autoridades para que impongan nuevos standards contables, incluyendo la contabilización de los activos a precios de mercado. Muchos banqueros alegan que este cambio conduciría a oscilaciones arbitrarias del valor de los activos. La ley también impondría nuevos criterios para las auditorías, entre los que figuraría la obligatoriedad de revisar los sistemas utilizados por los bancos en la materia, con el fin de asegurar

el cumplimiento de unas prácticas seguras y responsables. Esta exigencia, a juicio de los críticos, podría llevar a unas auditorías cada vez más complejas y costosas, realizadas por unos auditores que desean eludir cualquier responsabilidad en el caso de que el banco se hunda.

La ley también exigiría que las autoridades actuaran con rapidez para corregir las situaciones anómalas, prohibiendo el pago de dividendos, obligando a cambios en la dirección de las entidades y forzando a los bancos a contener su crecimiento y a suscribir más capital. La nueva ley, en fin, obligaría a las mismas autoridades a establecer unas exigencias de capital lo suficientemente elevadas como para proteger a la Federal Deposit Insurance Corp. de cualquier pérdida en el caso de que el banco quebrara. "Esto podría obligar a los bancos a tener unos capitales astronómicos", ha advertido Ken Klayton, un "lobbista" de la American Bankers Association.

Peter Riddell, por su parte, escribe lo siguiente sobre el mismo tema en "Financial Times".

La legislación destinada a reforzar el sistema bancario de Estados Unidos superó ayer el primer obstáculo del Congreso, pero Paul Volcker, el ex-presidente de la Reserva Federal, advirtió que las disposiciones que prevén que no todos los depositantes de los grandes bancos podrán acogerse al sistema de garantía podrían desencadenar una crisis.

El Subcomité de Instituciones Financieras, una versión reducida del Comité Bancario de la Cámara, ha aprobado un proyecto de ley que prevé la recapitalización del maltrecho fondo de garantía de depósitos a través del aumento de la línea de crédito de que dispone la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) en el Tesoro, que de los 5 m.m. de dólares actuales pasaría a 30 m.m. Dicho proyecto de ley establece

también unos standards contables más rigurosos, permitiendo además una intervención más rápida de las autoridades en los asuntos de los bancos con problemas.

La ley prohibiría a la FDIC proteger depósitos superiores al límite de la garantía de 100.000 dólares. Hasta ahora, la FDIC ha protegido tales depósitos no asegurados bajo el principio de "demasiado grande para que pueda permitirse su caída" ("too big to fail"), lo que implicaba e implica el temor de que las pérdidas de los depositantes de un gran banco pudieran desencadenar un movimiento de desconfianza a lo largo y ancho de todo el sistema.

El Tesoro y la Reserva Federal están a favor de la continuidad de cierto poder discrecional para hacer frente a ciertas situaciones, todo ello sin perjuicio de introducir unas mayores restricciones que las contenidas en la legislación actual.

Ayer, Volcker dijo ante el Comité Bancario del Senado que "la supresión de la posibilidad de que la FDIC proteja a todos los depositantes de los grandes bancos con problemas podría muy bien desencadenar en el sistema bancario una crisis susceptible, por su magnitud, de convertir una grave recesión en algo mucho peor, provocando pérdidas acumulativas y todavía mayores déficits en toda la economía". También advirtió Volcker que "aunque ello no resulte grato, harán falta importantes fondos públicos para incrementar los recursos de que ha de disponer la FDIC".

Según el plan aprobado por el Subcomité, cualquier incremento de los fondos de la FDIC deberá correr a cargo del sector bancario, a través de un incremento de las primas pagadas al fondo de garantía. El Tesoro ha recibido favorablemente la decisión del Subcomité de pedir la recapitalización del fondo de garantía pero procurará enmendar la disposición por la que se elimina el poder discrecional que se deriva del principio "too big to fail".

El Subcomité empezará a estudiar la semana próxima el plan más amplio de la Administración Bush que ha de permitir a los

bancos operar en todo el país y extender sus actividades a la negociación de bonos y obligaciones, autorizándoles además a crear compañías de servicios financieros.

No se sabe aún cuales serán las propuestas que en definitiva se aprueben, y el pleno del Banking Committee decidirá a últimos de Junio si ha de proseguir su labor con vistas a sacar adelante, eventualmente, la reforma bancaria global, según quiere el presidente Bush, o si debe limitarse a conseguir la versión sobre la que ha habido un primer acuerdo esta semana.

La Reserva Federal ha logrado dos importantes victorias en lo actuado hasta ahora por el Subcomité. Primero, la Administración había sugerido inicialmente que el FDIC debía pedir a la Reserva Federal, y no al Tesoro, los recursos que necesite, a lo que se oponía el banco central. El Subcomité ha aceptado el punto de vista de este. Segundo, el Subcomité decidió, por 22 votos a favor y 13 en contra, suprimir una disposición que hubiera limitado la facultad del banco central de acudir en ayuda de los bancos insuficientemente capitalizados, facultad que se considera conveniente para la buena marcha del sistema bancario y financiero.

Los peligros de la reciente dejación de la Reserva Federal

("The Economist", edit.)

La niebla que ha envuelto últimamente a la política monetaria global se ha movido en los últimos días. Algunas cosas aparecen más claras; otras, en cambio, lo son menos. Lo que se ve con mayor claridad no es precisamente un espectáculo bello. No sólo se ha mostrado incapaz la Administración Bush de ejercer un liderazgo económico acertado sino que -lo que es más preocupante- todo parece indicar que la Reserva Federal está dispuesta a someterse a aquella. Como consecuencia de ello, las perspectivas a medio plazo de la economía norteamericana aparecen envueltas en una incertidumbre nueva y más profunda.

La decisión de la Reserva Federal del 30 de Abril de reducir el tipo de descuento en medio punto porcentual, del 6% al 5'5%, puede parecer poco importante, en especial si se tiene en cuenta que los mercados financieros habían pensado que su adopción era próxima. Pero obsérvese el contexto. A lo largo del fin de semana de los días 27 y 28 de Abril, Nicholas Brady, el Secretario de Estado norteamericano, intentó persuadir a sus colegas ministros y gobernadores del Grupo de los Siete para que redujeran conjuntamente los tipos de interés. Su petición fué rechazada, principalmente por parte del Bundesbank alemán. Casi inmeditamente después, la Reserva Federal, actuando sola, procedió a la reducción de los tipos norteamericanos. Este hecho se contemplará como un ejemplo de libro de texto de cómo no debe ejercerse la política monetaria.

Véanse ante todo los argumentos de Brady en favor de una reducción coordinada de los tipos. Se trataba de unos argumentos muy débiles. Dijo que los tipos de interés eran en general demasiado elevados y que debían bajar con el fin de estimular la recuperación económica mundial. Esto supone que los gobiernos pueden controlar confiadamente los tipos nominales a corto, lo cual es una ilusión. Pero dejemos esto.

En el momento actual, las grandes economías, sorprendentemente, no se hallan sincronizadas. Estados Unidos y Gran Bretaña están todavía en una recesión; tienen una capacidad de producción no utilizada y un creciente paro. Japón y Alemania, por el contrario, se hallan en una fase de expansión, incluso, tal vez, demasiado intensa. Y en especial el Bundesbank se muestra preocupado por el incremento de las presiones inflacionistas en Alemania. Así, la idea a una reducción coordinada de los tipos de interés era disparatada.

¿Por qué, pues, insistió en ello la Administración norteamericana? Es posible que los responsables del Tesoro, al igual que mucha otra gente en Washington, D.C., piensen que es cómico que el Bundesbank esté preocupado por una inflación alemana que por el momento es sólo del 2'5 por ciento. Incluso podría parecer que Brady cree que tal cifra es peligrosamente baja. Brady, en efecto, declaró ante los periodistas que Norteamérica, cuya tasa de inflación se sitúa ahora alrededor del 5%, ha conseguido "una relativa estabilidad de precios". Ahora bien: ¿Quién puede dudar de que la "paranoia" alemana en materia de inflación ha sido positiva para el país? La firmeza de Alemania en cuanto a precios explica, por ejemplo, por qué la inflación norteamericana a la salida de una inflación es el doble de la alemana en plena fase expansiva; y por qué, desde 1970, Alemania ha conseguido crecer tan rápidamente como Estados Unidos manteniendo en todo momento una inflación inferior. La noción de que una inflación reducida sólo se consigue al precio de una menor expansión ha sido abandonada por casi todos los ministros de Hacienda del mundo, excepto por el norteamericano.

Además, durante una gran parte de los años 80 el presidente de la Reserva Federal fué Paul Volcker, quien combatió la inflación con bastante más convicción de la que su sucesor, Alan Greenspan, hace gala ahora. Este es el aspecto más negativo de los acontecimientos recientes. Brady, comprensiblemente, pudo haber pedido unos tipos de interés menores para Estados Unidos; y si hubiera estado realmente

interesado en una acción internacional destinada a detener la reciente ascensión del dólar, pudo razonablemente haber pedido una subida paralela (no una reducción) de los tipos de interés alemanes. Pero al propugnar una disminución de los tipos en todas partes puede sospecharse que lo que pretendió fué, simplemente, forzar la voluntad de la Reserva Federal. No sería la primera vez que el mecanismo de la cooperación de los Siete Grandes fuera utilizado para el objetivo menor de estimular la demanda de Estados Unidos. En esta ocasión, Alan Greenspan, sencillamente, se habrá dejada llevar, a sus expensas.

Por supuesto, Greenspan y los otros gobernadores del banco pueden estar realmente convencidos de que la economía necesita una política de dinero más fácil. Algunos indicadores recientes han sugerido que la recesión norteamericana no ha terminado aún y que las presiones inflacionistas son menores. Frente a esto, como ha advertido el Fondo Monetario Internacional, puede pensarse que una política monetaria más flexible supondrá una ayuda para la economía norteamericana sólo después de un cierto tiempo, tras el cual, con una economía recuperándose como consecuencia de su dinámica propia, lo más probable es que tal política menos restrictiva resulte perjudicial y no benéfica; y si Greenspan ha de convencer a los mercados de que, contrariamente a lo que piensa Brady, contempla una inflación del 5% como inaceptable a medio plazo, no puede mostrar excesivo entusiasmo por estimular la economía. Pero sobre todo, debe seguir el ejemplo de Pöhl y consolidar su independencia frente al gobierno, aún a costa de resultar insolente de vez en cuando.

Si Greenspan hubiese querido reducir los tipos de interés con base en argumentos económicos, debería haber esperado unas cuantas semanas. Fué un gran error dar la impresión -como así fué- de que la Reserva Federal está en manos de Bush. Cuando un gobierno económicamente incompetente consigue que el banco central haga lo que aquel le ordena (añadiendo después el insulto al agravio elogiando el "enérgico liderazgo" del banco), la credibilidad de la política monetaria resulta

erosionada, con un coste potencial enorme.

Este coste no se hará inmediatamente evidente. Si la reducción de los tipos de interés norteamericanos detiene la subida reciente del dólar -como lo ha hecho momentáneamente- la medida habrá resultado positiva para Alemania y para Japón, así como también para Estados Unidos. La reciente depreciación del yen y del DM había hecho aumentar la preocupación de aquellos países por la inflación, mientras que la apreciación del dólar habría amenazado con obstaculizar la expansión de las exportaciones de Norteamérica. En Europa, los países que de hecho tienen sus monedas ligadas al DM han disfrutado de un ligero estímulo como consecuencia de la subida del dólar, pero eludirán las repercusiones inflacionistas del hecho si el Bundesbank consigue mantener una inflación baja. Esta es la lógica tranquilizadora del mecanismo de cambios europeo. El Bundesbank puede esperar más presiones, tanto procedentes del interior de Alemania como del exterior, para que cambie su política independiente. Ahora bien, las declaraciones de Pöhl en Washington hacen pensar que el ancla del mecanismo de cambios continúa firmemente sujeta.

Por lo tanto, la debilidad mostrada por la Reserva Federal será lamentada sobre todo por los Estados Unidos, y más adelante. El resultado será simplemente este: la reducción de la inflación norteamericana resultará más difícil de lo que hubiera debido ser. En su momento, el coste puede ser una nueva y más profunda depresión.

Los 7G, bajo presión USA
(*"Financial Times"*, edit.)

Pocas veces una gran potencia se habrá presentado a una importante reunión internacional con unos argumentos tan pobres como los que Estados Unidos ha utilizado en el encuentro que los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales de los siete grandes países acaban de celebrar en Washington. Tales argumentos no eran sólo indefendibles, sino también peligrosos. Los que recordaran el enfrentamiento entre Alemania y Norteamérica que precedió a la caída de la bolsa en Octubre de 1987 sentirían escalofríos estos días, en especial si se tiene en cuenta que la reunión en la que se produjo tal colisión estuvo precedida también por una espectacular subida de la bolsa.

Los Estados Unidos han estado equivocados al pretender que la economía mundial está a punto de verse afectada por una gran demanda de capital. Han estado desacertados al decir que se necesita un fuerte crecimiento de los países industrializados para hacer frente a tal demanda. Ha constituido un error sostener que una política monetaria más flexible por parte de Alemania y de Japón supondría una reducción de los altos tipos de interés. También lo fué sugerir que los Siete Grandes deberían substituir su objetivo de un crecimiento no inflacionista por el de una expansión con una inflación baja. Finalmente, los Estados Unidos exageraron tanto el riesgo de una "contracción crediticia" generalizada como la amenaza de una recesión global.

Lo que la Unión Soviética y el Este europeo necesitan es irrelevante. Lo que importa es su demanda. Ahora bien, ni la URSS ni ninguno de los países del Este están en la actualidad en condiciones de pedir prestadas grandes sumas sobre una base comercial. Tampoco las peticiones de Kuwait han de ser a corto plazo tan importantes como pareció en un principio. Además, si

tal demanda de uno y otro origen se materializara, los prestatarios necesitarían unos bajos tipos de interés reales a largo plazo, y estos se conseguirían mejor con una expansión reducida y con la existencia de recursos ociosos que lo contrario.

Los tipos de interés de los créditos a largo plazo vienen determinados por la disponibilidad de ahorro y por las expectativas inflacionistas. Unos tipos de interés artificialmente bajos para el dinero prestado a corto plazo reducirían el ahorro e incrementarían la inflación futura, cosa que es exactamente lo contrario de lo que se necesita.

También es poco convincente la pretensión de Estados Unidos de cambiar los objetivos de los 7G. Cuando estos iban tras un crecimiento no inflacionista, el resultado era una expansión con una inflación moderada. ¿Qué se podría esperar si el objetivo fuera un crecimiento con baja inflación? La respuesta no puede ser más que esta: una expansión con una elevada inflación.

Finalmente, el FMI pronostica que no se producirá una recesión profunda, sino una expansión, en los países industriales, del 2'8% el año próximo, frente al 1'3 por ciento de este año. Y, por otra parte, la "contracción crediticia" no es un problema global, sino más bien norteamericano. Es el resultado de una serie casi increíble de errores en la regulación financiera, problema para cuya solución Norteamérica no hará prácticamente nada, según todo da a entender ahora.

Los argumentos norteamericanos no son sólo poco convincentes. Son insolentes. Los Estados Unidos han recibido transferencias de recursos del resto del mundo por un importe de 670 m.m. de dólares, a precios de 1990, a lo largo de los últimos nueve años, y han disfrutado de déficits por cuenta corriente por un valor total de un billón de dólares, aproximadamente. ¿Cómo pueden ahora sostener que los otros países del grupo de los 7G deben adaptar sus políticas a las necesidades crediticias de los países del Este europeo, las cuales, comparativamente hablando, serán despreciables?

No menos insultante es que los Estados Unidos se quejen de los elevados tipos de interés globales cuando han hecho todo lo que han podido para persuadir a Alemania y a Japón para que eliminaran los excedentes de ahorro de los años 80. Tiene poco sentido quejarse de una "contracción crediticia" general cuando donde ésta es más evidente es en el anárquico sistema financiero de Estados Unidos. En la medida en que la misma existe en otros países, su causa se halla en la pasada predisposición de estos, especialmente Japón, a acomodarse al deseo norteamericano de unas políticas monetarias menos rígidas.

No se puede decir, con todo, que los 7G hayan hecho ningún disparate. Nadie puede objetar, en efecto, las llamadas a favor de "unas políticas monetaria y fiscal susceptibles de conducir a unos tipos de interés reales más bajos y a una recuperación económica global con estabilidad de precios".

Sin embargo, los responsables de la política económica norteamericana deben aceptar dos puntos: primero, que las soluciones que buscan deben encontrarlas en su propia casa; y segundo, que el objetivo fundamental de los otros países del grupo no es asegurar la reelección del presidente, cualesquiera que sean los argumentos ofrecidos.

Los tipos de interés tras la reunión de los 7G

("Financial Times", edit.)

¿Deben los países pretender un crecimiento con una "baja inflación"? ¿O es preferible una expansión "no inflacionista"? Esta fué la cuestión debatida durante la reunión de los ministros y gobernadores de los Siete Grandes países industriales celebrada en Washington a principios de esta semana. "Expansión con baja inflación, dijeron los Estados Unidos. "Crecimiento no inflacionista", sentenciaron alemanes y británicos. El resultado fué el esperado: los reunidos acordaron no estar de acuerdo. Ahora bien, aunque el resto de los países decidió no acceder esta vez a la presión norteamericana, los Estados Unidos lograrán probablemente la reducción de los tipos de interés según pretendían.

La Administración estadounidense puede haber fracasado en su intento de convencer a los 7G de que el mundo está a punto de caer en una crisis generalizada, pero tal Administración sí persuadió a la Reserva Federal, pasada la reunión, para que redujera el tipo de descuento en medio punto porcentual, y esto por tercera vez desde Diciembre. Si la Reserva Federal hizo bien en rendirse ante la presión es otro asunto, en especial si se tiene en cuenta el tiempo que se tarda en que las alteraciones de los tipos produzcan efecto.

La economía de Estados Unidos se halla sin duda en una situación preocupante, con unas carteras de pedidos y unas ventas deprimidas. Pero la primavera ha traído vagos síntomas de recuperación que pueden indicar que lo peor ha pasado ya.

El riesgo para Estados Unidos en los meses próximos es que se produzca una expansión con "alta inflación" y no con una "inflación baja" como consecuencia de los tira y afloja de esta semana. Alan Greenspan da la impresión de haber actuado bajo el peso de la presión política. Incluso en el caso de que la reducción de los tipos estuviera justificada por razones económicas, el momento en que se produjo no añade credibilidad

alguna a la Reserva Federal. Y no se olvide: tratándose de bancos centrales, las apariencias valen tanto como la realidad.

La negativa de Alemania a someterse a la presión en favor de unos tipos más bajos puede paradójicamente suponer reducciones futuras de los tipos germanos. Por lo menos la recuperación del DM frente al dólar que siguió a la disminución de los tipos norteamericanos eliminó cualquier riesgo que pudiera subsistir de que se produjera un aumento de los tipos alemanes, por ahora. El simple mantenimiento de la presente restricción monetaria en Alemania debería ser suficiente para convencer a los negociadores salariales de que, según el Bundesbank, los incrementos de las remuneraciones se traducirán en desempleo. Y lo mismo puede decirse de Japón. El banco central de este país puede desear reducir los tipos de interés más bien pronto, una vez que el hacerlo no suponga ya sometimiento a la presión exterior.

Francia, Italia y Gran Bretaña pueden asimismo estar en condiciones de disminuir aún más los tipos en los próximos meses. Hasta hace poco, la fortaleza del DM dentro del sistema de cambios, junto con la falta de disposición para proceder a un reajuste de las paridades, hizo que tales reducciones resultaran difíciles. Dado que el riesgo de una subida de los tipos alemanes es menor, incluso con un DM débil, unas nuevas reducciones de los tipos por parte de aquellos países parecen desde luego, más factibles.

Si tales reducciones son o no deseables es otra historia. Por lo menos el Reino Unido debe proceder con gran cautela, pues si bien los precios al consumo parecen deber descender apreciablemente en los meses próximos, la inflación subyacente da muestras de haberse estabilizado por encima del 7%, al tiempo de la contratación salarial no ofrece síntomas de haber mejorado, a pesar del creciente desempleo.

Hacen falta señales claras de que la inflación subyacente cede para que pueda pensarse en introducir rebajas apreciables de los tipos de interés. Al igual que en Estados Unidos, existe el peligro de que nuevas reducciones de los mismos provoquen un rebrote inflacionista el año que viene...

Banco Mundial: los retos del nuevo presidente

(Michael Prowse, en "Financial Times")

¿Cómo pueden 6.000 funcionarios, la mayor parte de ellos de Washington, promover el desarrollo del Tercer Mundo? Esta es la difícil pregunta con que se enfrenta Lewis Preston, ex-presidente de JP Morgan, el banco de Nueva York, designado para ocupar la presidencia del Banco Mundial a partir del próximo mes de Septiembre.

En el momento en que banqueros y ministros se reúnen en la capital norteamericana con ocasión de las reuniones de primavera del mismo Banco y del Fondo Monetario Internacional, las opiniones y los consejos no faltan. El Tesoro norteamericano quiere que el Banco eluda a los gobiernos de los países en vías de desarrollo y preste sumas importantes al sector privado. El Banco se halla asimismo bajo fuerte presión para seguir el ejemplo del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo de Jacques Attali, en el sentido de ligar sus créditos a estrictos condicionamientos políticos. Los economistas del desarrollo, por otra parte, urgen al Banco para que se someta a la retórica del World Development Report del año pasado y concentre más su atención en aliviar las situaciones de pobreza.

Lewis Preston puede estar tranquilo respecto a un punto: pocos en Washington dudan ahora de que el Banco es necesario. Nuevos imperativos tales como la reconstrucción del Este europeo y del Oriente Medio se han venido a añadir a los viejos problemas todavía sin solución:

- La pobreza opresiva es casi la condición universal de una buena parte del mundo. Mil millones de personas viven con unos ingresos inferiores a un dólar diario.

- Más de 110 millones de adolescentes del Tercer Mundo no tienen acceso ni siquiera a la enseñanza elemental.

- Las desigualdades son aterradoras. En Méjico, la esperanza de vida para el 10 por ciento más pobre de la población es 20 años menor que para el 10 por ciento más rico.

¿Qué clase de banco heredará Preston de su antecesor Barber Conable? La mayoría de los informes reflejan elementos positivos y negativos. "No es una burocracia excepcional", dice John Williamson, del Institute for International Economics. "La moral del personal es baja" ("lousy"), señala Charles Flickner, analista del Senate Budget Committee y observador atento del Banco. Conable, un ex-congresista republicano, llegó al Banco en 1986 sabiendo poco de bancos y de desarrollo. Aunque más tarde se ganó el afecto general (en parte por abanderar causas tales como el reonomiento de los derechos de las mujeres en el Tercer Mundo), muchos observadores afirman que nunca se recuperó de unos inicios caracterizados por una conflictiva reorganización interna de la institución.

Percy Mistry, un universitario de Queen Elisabeth House, de Oxford, y ex-asesor del Banco, sostiene que este fué víctima de una "insuficiencia presidencial" durante los años 80. Robert McNamara, su jefe poderoso de los años 70, erigió una entidad presidencialista que respondía a un liderazgo firme de la cúspide. Ahora bien, ni Conable ni su predecesor, A.W. "Tom" Clausen, un banquero comercial, estuvieron a la altura de aquel. Durante una década el banco ha sido dirigido en realidad por dos vicepresidentes tenaces: Ernest Stern (que estuvo a punto, el año pasado, de dejar el Banco para incorporarse al BERD) y Moeen Qureshi.

El primer reto de Preston, a juicio de Mistry, será recuperar el control del Banco de manos de Stern y de Qureshi. El segundo reto será eliminar legiones de "asesores inútiles" y atraer gestores con auténtica experiencia real. Y todavía hay un tercer reto: conseguir rápidamente la independencia frente al Tesoro norteamericano, que tiende siempre a intimidar a los recién llegados.

¿Qué tipo de legado desarrollista heredará Preston? A

pesar de ciertos progresos recientes en algunos países -como es el caso de Méjico- la pasada década constituyó un relativo fracaso. Muchos de los países del Tercer Mundo, en efecto, más bien retrocedieron. Las rentas per cápita reales descendieron substancialmente en el Africa sub-sahariana y en el Oriente Medio, y también, aunque moderadamente, en Iberoamérica.

El principal obstáculo al desarrollo es la enorme deuda acumulada en los años 70 y principios de los 80. Muchos optimistas ven en la estrategia de reducción de la misma iniciada en 1989 por Nicholas Brady -el Secretario del Tesoro de Estados Unidos- la "solución definitiva" de la crisis de la deuda. Según el plan Brady, organismos oficiales se hacen cargo en ciertos casos de las obligaciones crediticias privadas de los países subdesarrollados, siempre que estos emprendan reformas inspiradas en los principios de la economía de mercado.

"El plan Brady basta", dice Williamson, "si los países en vías de desarrollo se muestran dispuestos a llevar a cabo las reformas y si va acompañado de una mayor cancelación de la deuda oficial". Funcionarios tales como David Mulford, del Tesoro norteamericano, dicen que el reciente perdón de la mitad, aproximadamente, de la deuda oficial de Polonia no servirá de precedente para otros casos. Williamson sonríe. "A largo plazo resultará imposible aislar a Polonia. Al fin y al cabo, no merece el perdón en mucha mayor medida que otros países".

¿Pero por qué no se pensó antes en una solución como la propuesta por Brady? Durante una gran parte de los años 80, los países ricos se negaron insistentemente a considerar cualquier posible perdón de la deuda. Este retraso y los intereses compuestos han conducido a una carga, hoy, valorada en unos 1'341 billones de dólares, frente a una deuda relativamente manejable, en 1980, de 639 m.m. "El Banco no supo tomar la iniciativa en el momento oportuno", concluye Richard Feinberg, director del Overseas Development Council, de Washington. (También al FMI le faltó visión al respecto).

Como presidente entrante, Preston deberá revisar las estrategias del Banco por lo que se refiere a la promoción del desarrollo. La principal innovación de los años 80 fué el paso de los préstamos por proyecto ("project lending") a los préstamos condicionados a "ajustes estructurales" ("structural adjustment"). El sometimiento de la financiación de las reformas estructurales iba a alterar, se dijo, los resultados económicos de los países en vías de desarrollo.

Ahora bien, diversos estudios indican que los resultados no han sido en absoluto brillantes. Esto se debe tanto al hecho de que los países no han sabido o no han podido cumplir con las condiciones de los préstamos como a la circunstancia de que la política del banco no era la más adecuada. El profesor John Toye, director del Institute for Development Studies, de la Universidad de Sussex, terminó recientemente un análisis exhaustivo de los programas del Banco llegando a la conclusión (al igual que los análisis internos de la propia institución) de que los préstamos condicionados a una determinada política económica "han conseguido algo, en especial en relación con las cuentas externas, pero ni mucho menos todo lo que habían esperado el Banco y la comunidad de donantes". En general, los programas han servido para reducir desequilibrios de las balanzas de pagos, pero no han tenido apenas ningún impacto en el producto nacional bruto, habiendo llevado incluso a reducciones de la ratio inversión/PNB.

Feinberg califica el descenso de la inversión como "el gran fallo" del "structural adjustment lending" de los años 80. (Las ratios inversión/PNB han descendido apreciablemente en Africa, en el Medio Oriente y en Iberoamérica). El mismo Feinberg dice que el Banco fué ingenuo al esperar que los empresarios responderían a la austeridad del ajuste incrementando la inversión.

¿Cómo puede el Banco mejorar su actuación en los años 90? Uno de los problemas es que ha perdido peso en muchos países del Tercer Mundo. El vencimiento de los programas del Banco y las limitaciones de su capacidad crediticia en los años 80 han

llevado a una gran reducción de sus transferencias netas a los países subdesarrollados. Según Lawrence Summers, el primer economista del Banco, las transferencias netas a lo largo de los próximos cinco años serán de alrededor de 2 dólares por persona en el mundo subdesarrollado, frente a 9 dólares (a precios corrientes) a últimos de los años 70. Para un gran número de países el flujo neto de recursos será negativo.

Algunos analistas, entre los que se incluyen los del Tesoro norteamericano, creen que los pobres resultados obtenidos en la mayor parte del Tercer Mundo reflejan la ineficacia (y a veces la corrupción) de los gobiernos. La constitución del BERD exige que los prestatarios "acepten y apliquen los principios de la democracia multipartidista, del pluralismo y de la economía de mercado". También dice que el 60 por ciento de los recursos del banco se han de destinar al sector comercial, refiriéndose a las empresas privadas y a las estatales en curso de privatización. El Banco Mundial opera bajo reglas muy distintas: su constitución le obliga a no tener en cuenta consideraciones políticas, y sólo su pequeña filial, la International Finance Corporation (IFC), puede hacer préstamos directos a empresas privadas. ¿Debería modificarse la carta constitucional del Banco?

Es discutible cualquier paralelismo directo que se quiera establecer entre el Banco y el BERD. Este último ha sido creado para actuar en una área que tiene lazos históricos con la Europa occidental y que ha proclamado su compromiso con los principios democráticos y con la economía de mercado. Tales valores son desconocidos en muchos países del Tercer Mundo, lo que no significa que se les deban negar a estos los medios con los que salir del subdesarrollo. Si se hubiera aplicado un condicionamiento político estricto, el Banco no podría haber ayudado a una estrella del desarrollo como ha sido Corea del Sur.

Muchos analistas, con todo, sostienen que el Banco debería ser más estricto en su actuación. Mr. Flickner, del Comité de Presupuestos del Senado norteamericano, señala que no puede

pretenderse que un país tenga una democracia modélica - "Westminster-style"-, pero que sí debería exigirse que dispusiera de un sistema de gobierno que garantizara "que los préstamos serán beneficiosos para la mayoría de la población". Los funcionarios del Banco, por su parte, dicen que, al calificar a un país, se prestará una mayor atención a cuestiones tales como la supremacía de la ley y la transparencia en el mismo del proceso de adopción de decisiones.

¿Debería destinarse directamente al sector privado una parte substancial de los recursos del Banco? Conable ha tenido el acierto de resistir la presión del departamento del Tesoro en tal sentido. A su juicio, el objetivo principal del Banco es combatir la pobreza, por lo que debe procurar conseguir una "relación equilibrada entre el Estado y el mercado", cuando de los países subdesarrollados se trata. En realidad, la mayor parte de la inversión necesaria se ha de destinar a infraestructuras, cuidados sanitarios y educación, campos en los que el Estado representa un papel dominante, incluso en los países industriales.

De hecho, una de las conclusiones del análisis del profesor Tuye es que los préstamos condicionados a una determinada política económica ("policy-based loans") tendrían más posibilidades de éxito si incorporaran medidas destinadas a expandir el papel del Estado en los países menos desarrollados, junto con otras medidas cuyo fin fuera la promoción de la liberalización económica.

Sir William Rylie, presidente de IFC, afirma que sería una equivocación prestar grandes sumas de dinero público al sector privado. "Lo que intentamos hacer es facilitar el flujo de recursos privados hacia unas inversiones razonables". Los que defienden la desviación de fondos del Banco hacia el sector privado no abogan por la concesión de subvenciones para los empresarios del Tercer Mundo. Ahora bien, si esto es así, es decir, si no se trata de ofrecer subvenciones al sector privado, ¿por qué los criterios del Banco sobre los riesgos del

mercado deberían ser más fiables que los de los prestamistas privados de los países ricos?

Hay otras fórmulas alternativas para activar el desarrollo del Tercer Mundo. Durante los años 80, el Banco depositó una gran confianza en los frutos milagrosos que resultan de la libertad de mercado. Quiso imponer a los países subdesarrollados políticas que se habían puesto de moda en el mundo industrial. Ahora bien, se hace difícil creer que basta con proclamar la liberalización económica. El mismo departamento de investigación del Banco ha puesto de relieve la necesidad de atacar la pobreza de frente, directamente, así como de mejorar las necesidades básicas que son la educación, la nutrición y los cuidados médicos.

"La liberalización es importante", dice Williamson, del Institute for International Economics, "pero la educación lo es mucho más". A su juicio, la mejor manera de promover el crecimiento y de mejorar la distribución de la renta es destinar recursos a la formación y a las atenciones médicas primarias. Feinberg, desde el Overseas Development Council, coincide en términos generales: "el banco ha de encontrar la manera de combinar equidad y eficacia mientras fomenta el desarrollo".

El reto para Preston es claro: dejen atrás las estériles batallas ideológicas de los años 80 y desarrollen una política que ponga el énfasis en la formación de capital humano.

Summers, el economista del Banco, dice pesimísticamente que dado que el dinero para el desarrollo será escaso en la próxima década, el Banco y otros donantes deberán concentrarse en exportar ideas. Las ideas son ciertamente importantes, pero no construyen hospitales o escuelas. Debería conseguirse más dinero: una simple reducción del 10 por ciento de los gastos militares occidentales, por ejemplo, serían suficiente para duplicar la ayuda oficial. Por consiguiente, más que aceptar obedientemente el status quo, Preston podría utilizar su tribuna para promover una actitud más constructiva de los países ricos.

La opinión de Dornbusch sobre
las áreas de libre comercio

("The Economist")

En nuestro número de 20 de Abril defendimos la tesis según la cual las áreas de comercio libre regionales apenas pueden ser un sustituto del libre comercio multilateral, y que, en el peor de los casos, lo erosionarán. Rüdiger Dornbusch, del Massachusetts Institute of Technology, nos ha escrito protestando. He ahí su carta.

Señor:

Su artículo "Trade-block folly" es adulador para el GATT. Contempla la Ronda Uruguay como el único modo de conseguir un comercio más libre. Olvida aspectos políticos cruciales del proyectado acuerdo de libre comercio en América del Norte. Y revela una despiadada predisposición a sacrificar la estabilización de Méjico en aras de un multilateralismo teórico. Estoy de acuerdo con su alegato en favor del comercio libre, pero creo que hay muchas maneras de lograr este objetivo. Ya es hora de que "The Economist" descienda de su torre de marfil.

Iberoamérica, por fin, ha comprendido que necesita abrirse. Esto ocurre tal vez cada 40 ó 50 años. El purismo de ustedes en materia de comercio amenaza con dejar que el péndulo oscile de nuevo en favor de los demagogos de la región, siempre ansiosos de utilizar sus artes perversas. Además, dado que el comercio trae prosperidad, puede reducir las presiones emigratorias, y, por consiguiente, los problemas humanos y políticos que acompañan a la salida de grandes masas de población de los países más pobres. De la misma forma que la Comunidad Europea celebra la incorporación del Este de Europa al mundo del libre comercio, se debe celebrar que Estados Unidos alcance con Méjico un acuerdo que suponga una mayor libertad de intercambios.

Ustedes rechazan de plano cualquier política comercial que

no sea el multilateralismo. ¿Qué hay de malo en una estrategia dual que comprenda a la vez unas negociaciones multilaterales en el marco del GATT y un enfoque regional? La CEE y el acuerdo comercial entre Canadá y Estados Unidos sugieren que no se elevarán las barreras exteriores. El regionalismo ofrece la oportunidad de un mayor comercio dentro de la región, aunque es posible que se produzca alguna desviación del mismo. Todo esto es del todo compatible con el GATT.

Por otra parte, el enfoque regional no tiene por qué dar lugar a guerras entre bloques. Por el contrario, puede ser un buen camino para llegar a la liberalización multilateral. En América, esta visión regional está ya extendiendo la liberalización comercial a un número cada vez mayor de países. Méjico está negociando un acuerdo de libre comercio con los países centroamericanos. Argentina, Brasil y Uruguay disponen ya de un acuerdo de la misma naturaleza y están intentando persuadir a Chile para que se incorpore al mismo. Hacia el fin del siglo estos grupos deberían empezar la construcción de un mercado americano único en beneficio de todos. Más tarde puede llegar la unión de los bloques europeo y americano. La noción de que la integración en una región significa el empeoramiento del clima para el comercio mundial se ve desmentida por la experiencia de 40 años de progresiva unión europea.

El mayor peligro para el sistema multilateral, hoy, no es la integración de Europa, y tampoco la posibilidad de un bloque comercial en América del Norte. Lo peor es el fracaso del GATT en la apertura de Japón. El mercado japonés, en efecto, y a pesar de cuatro décadas de actuación del GATT, sigue estando sorprendentemente cerrado. La penetración de las importaciones no es hoy muy diferente de lo que era en los años 60. No especularé sobre el por qué de esta situación tras cuarenta años de reducción de contingentes y de derechos arancelarios. El vallado mercado de Japón constituye la asignatura pendiente del multilateralismo. Pese a todo, el comercio mundial goza de buena salud.

Exportaciones y puestos de trabajo

En su afán por descubrir un mercantilismo latente, su artículo adelanta la probabilidad de que un acuerdo de libre comercio (ALC) entre Méjico y Estados Unidos supondría la mejora de la balanza comercial de este último país. Las cosas no van por ahí. De lo que se trata es de puestos de trabajo. El comercio entre los dos países durante los últimos años ha llevado a la creación neta de empleo en Estados Unidos. Un ALC haría lo mismo, creando más y mejores puestos de trabajo. Esto es importante.

Los fundamentalistas del libre comercio se muestran preocupados siempre que la discusión bordea la cuestión de ganadores y perdedores. Se resisten a admitir que pueda haber perdedores. Contemplan el comercio libre como una experiencia quasi-religiosa más que como un problema con gran contenido político.

La discusión sobre el nuevo ALC ha puesto de manifiesto los costes y los beneficios de la apertura del comercio. Los exportadores muestran su satisfacción, mientras que los trabajadores que corren el peligro de verse desplazados se oponen con uñas y dientes. Con esto ha quedado claro que la creación de más y mejores empleos -que es lo que supondrá el comercio más libre- no es suficiente. Una ayuda para los reajustes que la nueva situación haga necesarios, así como la puesta en marcha de programas de recalificación laboral son lo mínimo que se requerirá para reducir las pérdidas que resulten para los trabajadores afectados negativamente. Si el ALC fuerza a la Administración Bush a elaborar un programa substancial para el mercado de trabajo ("a substantial labor-market programme"), mejor que mejor puesto que de esta forma habrá promovido la liberalización comercial tanto regional como globalmente.

El énfasis en la balanza por cuenta corriente que ustedes lamentan es esencial también en otro sentido. Méjico ha sido dejado fuera del mercado mundial de capitales. Como resultado

de ello, ha sido incapaz de invertir tanto como debería haberlo hecho. Un ALC reforzaría la confianza en las recientes reformas, restableciendo de este modo las corrientes financieras, lo que permitiría que el país tuviera un déficit por cuenta corriente. Tales déficits son justo lo que los médicos recomiendan para los países pobres que han introducido reformas y que necesitan invertir. Si se elimina la dimensión cuenta corriente de la política comercial -que es lo que ustedes hacen- se limita el alcance de lo que la libertad de intercambios de bienes y servicios supone.

El ALC representa un compromiso de política exterior destinado a asegurar la estabilidad política y la prosperidad de la región. Una mayor rentabilidad tiene su base en la prosperidad económica y en la libertad política. Al igual que lo que ocurre en el frente económico, nada contribuye más a la apertura del sistema político de un país que su exposición al comercio. La CEE condujo a España, Grecia y Portugal por la buena senda, estabilizándolas económica y políticamente. También el libre comercio de América del Norte está diseñado para traer la apertura política de Méjico y para iniciar la rehabilitación económica y política que Centro y Sudamérica necesitan. La Ronda Uruguay, si acaso, se dará por añadidura.

El sistema multilateral y la Ronda Uruguay son importantes y no deben abandonarse u obstaculizarse. Ahora bien, el multilateralismo avanza al ritmo de los más lentos. La integración regional puede abrir las economías de una forma más acusada y más rápida. Por esto debería dársele rienda suelta.

Rudiger Dornbusch

Cambridge
Massachusetts

Esos temibles japoneses

El artículo que sigue apareció en "The Economist" de 20 de Abril.

No hace muchos años, el entonces primer ministro japonés, Yasuhiro Nakasone, tuvo algunos problemas en su país por haber dicho que Japón sería "un portaviones insumergible" de Estados Unidos en las proximidades de la costa rusa. Ahora, Jacques Calvet, un convencido proteccionista y presidente de Peugeot, se ha apropiado la frase. Calvet, en efecto, sostiene que, estimulando a las empresas japonesas para que inviertan en Gran Bretaña, este país se está convirtiendo en un portaviones insumergible japonés. Hay muchos países que invierten en Europa, principalmente Norteamérica. Pero Japón es diferente.

Y la verdad es que, en efecto, la inversión japonesa es diferente: es mucho menor. El volumen de la inversión directa de Japón en la CEE alcanzó 42 m.m. de dólares en Marzo de 1990, frente a los 164 m.m. de dólares a que llegó la norteamericana a finales del mismo año. Según un nuevo libro de Stephen Thomsen y Phedon Nicolaides(1) -investigadores del Royal Institute of International Affairs- mientras las importaciones europeas de productos industriales japoneses en 1989 alcanzaban el 55% de las importaciones procedentes de Estados Unidos (frente al 16% en 1970), la inversión directa de Japón en la CEE representaba sólo una cuarta de la originaria de Norteamérica.

Otras dos diferencias preocupan a los europeos: a) el pensamiento de que la inversión japonesa significa dominio industrial, y b) el hecho de que el principal país receptor haya sido Gran Bretaña, gracias a las promesas de ayudas

(1) "The Evolution of Japanese Direct Investment in Europe", por Stephen Thomsen y Phedon Nicolaides. Harvester Wheatsheaf.

oficiales ("bribes of state aid") y a la calurosa acogida política. Thomsen y Nicolaidis refutan ambos argumentos.

También en los años 50 y 60, cuando las multinacionales norteamericanas inundaron Europa, existieron temores de dominio por parte de un país ajeno al viejo continente. Entonces, la inversión directa extranjera tenía una única dirección -hacia afuera de Estados Unidos- dado que la tecnología de este país dominaba al mundo y que era el que disponía de más recursos de capital. Las cosas fueron diferentes en los años 80, cuando las firmas japonesas se convirtieron en multinacionales. Llegado este momento, la inversión directa extranjera se dirigió hacia afuera y hacia dentro de todos los países ricos. Como proporción del PNB, las salidas de capitales de los cinco mayores países se cuadruplicaron en términos reales en el período 1983-89. Nadie dominó a nadie.

Gran Bretaña ha sido el país favorito de Japón. Ahora bien, como muestra el cuadro, el caso es que Gran Bretaña ha sido todavía más el favorito de Estados Unidos. Esto se ve asimismo en el cuadro, que indica los tres principales recipiendarios de la CEE, en cada sector, para la inversión directa de Norteamérica y de Japón. Si el Reino Unido es un portaaviones situado en la costa europea, se trata de un portaaviones con una dotación multinacional.

¿Por qué es tan atractiva Gran Bretaña, dado que la evolución de su economía ha sido más bien mediocre? La diferencia a su favor -en cuanto a inversiones extranjeras- se ha ido reduciendo en los últimos 20 años, pero es aún substancial. Las ayudas que pueda haber ofrecido no explican el fenómeno, toda vez que las subvenciones regionales británicas no son más generosas que las de otros países relativamente pobres de la Comunidad. Tampoco el idioma -ni el golf- constituye una explicación adecuada, en especial en el caso de Japón. Tiene su importancia, pero las grandes compañías están en situación de superar el obstáculo de la lengua.

Una explicación mejor empieza con el hecho de que hay dos tipos de inversión directa extranjera: la que anda tras

recursos baratos tales como mano de obra, capital o primeras materias, y la que lo que busca es acceso a los mercados. La inversión directa japonesa en Europa es de este segundo tipo. Las empresas buscan expandir su cuota en los mercados europeos reduciendo costes de transporte, eludiendo el fuerte yen, saltando por encima de las barreras aduaneras y adaptando el diseño a los gustos locales. Al hacerlo, las firmas japonesas traen consigo sus activos más importantes: su tecnología y sus métodos de gestión. La magia japonesa, por lo que parece, funciona igualmente bien cualquiera que sea la nacionalidad de los obreros europeos que trabajen para empresas niponas. Pero también tiene sentido buscar la mano de obra más barata compatible con la estabilidad política y social. Ahí es donde Gran Bretaña se apunta un tanto.

Por lo demás, un informe elaborado por Geoffrey Bownas para Business International(2), una firma hermana de "The Economist", señala que la mitad de las inversiones directas de Japón en la CEE han sido destinadas a la creación de empresas nuevas, de propiedad enteramente japonesa, mientras que el 15% se ha dirigido a adquisiciones. En Gran Bretaña, más del 70% ha ido a empresas de nueva creación, destinándose sólo el 10% a la compra de firmas ya existentes. Parece como si las empresas británicas no ofrecieran atractivos a los eventuales compradores, por lo que los inversores prefieren traerlo todo y contratar la mano de obra del lugar.

A los defensores de las inversiones directas extranjeras no les preocupa todo esto. Lo que les gusta son los empleos que tal inversión supone. Pero es que, además, algunos de ellos pretenden que la inversión japonesa contribuirá a la disminución de las importaciones. El estudio del Royal Institute refuta este argumento. Los equilibrios externos vienen determinados por factores macroeconómicos, no por el comportamiento de inversores concretos. La inversión directa

(2) "Japan and The New Europe", por Geoffrey Bownas. Business International (de próxima aparición).

Principales países receptores

Volumen de la inversión directa extranjera en Europa, por sectores. 1989.

	*Estados Unidos			*Japón		
		(1)	%		(1)	%
Total	Gran Bretaña	22'1	28	Gran Bretaña	1'1	23
industria	Alemania	14'4	19	Holanda	0'9	19
	Francia	9'5	12	España	0'8	17
Industria química	Gran Bretaña	3'5	20	Holanda	0'3	43
	Bélgica	2'6	15	Alemania	0'1	18
	Francia	2'5	14	España	0'1	13
Metalurgia	Alemania	1'1	35	Francia	0'06	19
	Gran Bretaña	0'8	27	Gran Bretaña	0'06	17
	Holanda	0'4	13	España	0'04	13
Maquinaria general	Alemania	3'6	21	Gran Bretaña	0'2	28
	Gran Bretaña	3'4	20	Holanda	0'1	22
	Francia	3'3	20	Francia	0'1	19
Maquinaria eléctrica	Gran Bretaña	1'1	25	Gran Bretaña	0'4	34
	Holanda	0'9	21	Holanda	0'4	30
	Alemania	0'5	12	Alemania	0'2	13
Transporte	Gran Bretaña	4'1	44	España	0'6	60
	España	1'0	10	Gran Bretaña	0'2	21
	Francia	0'6	6	Holanda	0'1	6
Comercio	Francia	2'5	12	Alemania	1'1	29
	Holanda	2'5	11	Gran Bretaña	0'9	24
	Gran Bretaña	2'5	11	Holanda	0'8	22
Banca, seguros	Gran Bretaña	20'6	53	Gran Bretaña	5'7	41
	Holanda	3'8	10	Luxemburgo	4'6	33
	Alemania	2'5	6	Holanda	2'5	18

(1) 000.000.000 dólares

Fuentes: Stephen Thomsen y Ehedon Nicolaidis; Depart. de Comercio de Estados Unidos.

japonesa puede reducir el déficit, pero puede también aumentarlo.

Para las empresas, la razón de las inversiones directas en el extranjero es la transferencia de recursos a localizaciones más eficaces. Cuando una firma automovilística abre una fábrica en Gran Bretaña, esto no significa necesariamente que se va a cerrar otra en Japón. Puede transferir al Reino Unido la producción de algunos de los vehículos que en general serán los más baratos. Esto permitirá dedicar las plantas de Japón a la fabricación de automóviles de mayor precio, de lujo. Por consiguiente, el valor de sus exportaciones puede incluso subir.

Unión Económica y Monetaria: el estado de la cuestión

Para facilitar la realización de la Unión Económica y Monetaria (UEM), los ministros de Hacienda de los Doce, reunidos el día 11 de Mayo en Luxemburgo, decidieron que los países miembros pondrían en práctica, a partir de este año, y bajo el control vigilante de la Comunidad, programas de adaptación de sus economías respectivas que han de permitirles conseguir una convergencia suficiente (en materia de inflación, de déficit presupuestario, de inversión). Jacques Delors propuso una fórmula destinada a evitar un eventual bloqueo del Reino Unido en el momento de la firma del acuerdo, en la hipótesis de que este país no estuviera todavía dispuesto a aceptar el proyecto de moneda única. Norman Lamont, el ministro británico, estimó que la idea era prematura, pero no la rechazó.

Philippe Lemaitre publica en "Le Monde" el siguiente comentario sobre el desarrollo de la citada reunión.

Todavía subsisten divergencias entre los Doce sobre el contenido de la segunda etapa del programa de UEM, cuyo inicio está previsto para el 1 de Enero de 1994. Tales divergencias oponen especialmente a Francia y Alemania a propósito de las modalidades del establecimiento del sistema europeo de banco central. Pero ambos países, reduciendo sus diferencias prácticamente a aspectos metodológicos, minimizan el alcance de estos y, sobre todo, excluyen completamente que puedan en definitiva imposibilitar un acuerdo. El camino que conduce a la firma, hacia últimos de año, de un tratado instaurando una unión económica y monetaria parece así casi del todo expedito.

Como subraya un alto funcionario francés, los Doce, discretamente, están en vías de crear la primera potencia financiera del mundo, lo que constituye un acontecimiento extraordinario, incluso si se tiene en cuenta que la firma del tratado no significará todavía la instauración de la unión misma, toda vez que esta exigirá que la economía de los países que la integren se solidifique en los años venideros.

El ministro alemán Theo Waigel se felicitó de ver que los Doce aceptaban iniciar inmediatamente, sin esperar a la segunda fase, los programas de recuperación económica que deberán

conducirlos a una mayor convergencia. Esta es la palabra clave para los alemanes, que temen que Estados miembros tales como Francia, Portugal, España o Italia se comprometan a la ligera en la operación y se den cuenta luego, demasiado tarde, de que no pueden seguir, lo que supondría un grave riesgo para el equilibrio del edificio.

Jacques Delors aplaudió con entusiasmo la idea de utilizar así plenamente la primer etapa para mejorar la convergencia de las distintas economías. El presidente de la Comisión hizo observar que el actuar así "se relativiza el problema de la segunda fase". Los alemanes dudaban de confirmar la decisión tomada en Octubre en Roma sobre el paso casi automático a la segunda fase el 1 de Enero de 1994. Ahora bien, a la vista de que el esfuerzo hacia una mayor convergencia ha de empezar de forma enérgica y decidida a partir ya de 1991, tales reticencias deberían quedar eliminadas. Delors piensa mantener en vigor tal fecha, la cual, a su juicio, "constituye un factor de dinamismo y ejerce presión en favor de las reformas necesarias".

"Hace falta que en cada país haya planes de adaptación económica que permitan conseguir la convergencia", decía Pierre Bérégovoy, el ministro francés. Esto afecta a todos los países pero está claro que algunos de estos preocupan más que otros. "Las orientaciones adoptadas proporcionan la base y el marco en los que llevar a cabo los ejercicios de vigilancia multilateral", ha señalado un alto cargo de la Comisión. Uno de los mecanismos especialmente observados será el presupuesto italiano, y Roma es bien consciente de ello. ¿Es posible pensar que Italia, uno de los países fundadores del Mercado Común y con una economía industrial dinámica, pueda no figurar de entrada en la UEM?

Las obligaciones de la convergencia deberán acentuarse todavía más en la segunda fase. El ministro danés preconizó en tal sentido que antes de llegar a la moneda única se habrá de proceder a un estrechamiento progresivo de los márgenes de los tipos de cambio de las distintas monedas. El paso a la tercera

etapa deberá ser decidido por unanimidad por el Consejo Europeo después de una evaluación precisa del grado de convergencia alcanzado.

Los países miembros que creyeran no estar en condiciones de seguir este ritmo febril -por ejemplo, Portugal o Grecia- podrían pedir aplazamientos o ciertos tratos de favor. Por lo demás, el problema británico se plantea hoy menos en términos económicos que político-institucionales. Los consocios de Londres tienen una doble preocupación: por una parte, dar tiempo a los británicos en el caso de que, llegado el próximo otoño, todavía no estén dispuestos a comprometerse definitivamente. Por otro, evitar su veto.

La fórmula propuesta por Delors consistiría en que los británicos firmaran el tratado, el cual, sin embargo, iría acompañado de una declaración, aceptada por los Doce, precisando que aquellos, los británicos, no participarán en la tercera etapa -la de la moneda única- más que como resultado de una segunda votación positiva del Parlamento de Westminster (la primera de ellas sería la de la adopción del tratado).

"Nadie se ha asustado", constató Delors, refiriéndose a la reacción de Lamont, no negativa. Con todo, tampoco se puede hablar de que esta fuera entusiasta. "Es demasiado pronto para hablar de un avance espectacular de las negociaciones", dijo Lamont. "Los británicos no firmarán un acuerdo que prevea el establecimiento de una moneda única. Pero incluso esto es prematuro, puesto que no disponemos siquiera de un proyecto de tratado".

Bérégovoy subrayó la identidad de puntos de vista de franceses y alemanes en relación con los objetivos a alcanzar: convergencia, estabilidad de los precios, creación de un banco central independiente así como de una autoridad económica situada en un pie de igualdad en relación con aquel. Los alemanes no ven utilidad alguna en el hecho de establecer un banco central común durante la segunda etapa, dado que este no dispondría aún entonces -cosa que todo el mundo admite- de la soberanía monetaria.

Los franceses, en cambio, sostienen que tal entidad -que a los ojos de la opinión pública simboliza una reforma importante- tiene necesidad de rodarse antes de poder trabajar "a escala natural". Además, añaden, la perspectiva de su creación ayudaría a aquellos países miembros que quieren hacer de la entrada en la segunda fase un objetivo fundamental de su política económica. Sea como fuere, nadie parece dudar que será posible alcanzar un compromiso sobre esta materia.

Los Doce, finalmente, han acercado sus puntos de vista a propósito de la armonización de los tipos de IVA. La mayoría de los países se muestra partidaria de un tipo normal mínimo del 16% (el tipo normal aplicado en Francia es en la actualidad del 18'60%). Habría uno o dos tipos reducidos, con un mínimo del 5%. Todo da a entender que podría alcanzarse un acuerdo sobre la materia, así como sobre la armonización de los impuestos sobre productos ("droits d'accises") en el curso de una reunión ministerial de Junio.

Bajo el título "Propuestas de compromiso para la UEM", "Financial Times" publica el siguiente editorial.

Después de la reunión informal, el pasado fin de semana, de los ministros de Hacienda de la Comunidad Europea, el proceso hacia la Unión Económica y Monetaria aparece con mayor claridad. Los planes al respecto pueden no gustar aún a todo el mundo, e incluso puede suceder que no gusten del todo a nadie. Sin embargo, no hay duda que representan un delicado compromiso.

Los países comunitarios no podrán evitar que otros avancen hacia la unión con el pretexto de que ellos no desean participar en esta, y tampoco podrán agregarse a los que progresen hacia la UEM si no están en condiciones de hacerlo. Todo estará supervisado. El objetivo final no se alcanzará,

eventualmente, más que al término de la década, y no es probable que el banco central se cree antes de entonces.

Un punto parece claro ahora. Los británicos deberán cambiar radicalmente sus planes. Esto no puede sorprender, puesto que eran absurdos. El Reino Unido no sólo les dijo a los otros once que no estaba dispuesto a ir donde estos querían sino que les intimidó diciendo que podía vetar los planes del resto. Al mismo tiempo, Gran Bretaña insistió en que los otros no deberían ponerse en marcha sin ella, dado que esto la situaría en el grupo más lento en una Europa de dos velocidades. Aludiendo a su interés por reforzar el juego de equipo, el Reino Unido recomendó dirigirse en bloque hacia algo del todo distinto como puede ser el "ecu fuerte".

Dado que el plan británico de un "ecu fuerte" supone la creación de una nueva entidad monetaria -que los alemanes rehuyen- y que no lleva a la moneda única -que es lo que desean los franceses y otros-, sus posibilidades políticas son prácticamente inexistentes. Las ventajas económicas del plan son algo mayores que eso, pero esto importa poco. El plan deberá ser abandonado.

Siempre fué inconcebible que el Reino Unido vetara un tratado deseado por los otros, de la misma forma que lo era que pudiera evitar que sus consocios avanzaran en el camino de la unión monetaria. Lo máximo que podía esperar era ejercer cierta influencia en el ritmo del progreso hacia este objetivo, así como en la configuración de la unión, a parte de no ser obligado a participar en el proyecto, sino le interesaba.

El compromiso probable no puede solucionar todos los problemas políticos británicos. La aceptación de un tratado implica una obligación. Una vez que esta exista, el Reino Unido se verá situado frente a la alternativa de participar o de quedarse en el grupo más lento. El tratado exigirá sin duda una mayor vigilancia de la política económica. También puede suponer unas mayores transferencias fiscales dentro de la CEE.

La necesidad de contar con la ratificación parlamentaria del tratado ha de ser una fuente de conflictos. Ahora bien,

dado que los problemas surgirán tanto en el seno de los dos mayores partidos como entre ellos, uno y otro tendrán interés en no hacer excesivo hincapié en una de las más importantes decisiones que el país habrá tomado jamás.

Todo esto presupone que los otros once países se pondrán de acuerdo con el proyecto UEM. Puede que sea así, pero deberán aceptar los términos impuestos por aquel de entre ellos que cuenta realmente con el poder de veto. Los alemanes no aceptarán la creación de un banco central europeo antes de que se introduzca la moneda única; no tolerarán que dicho banco central sea menos independiente que el Bundesbank; y no consentirán la participación de los países que no hayan conseguido un elevado grado de convergencia respecto al patrón alemán.

Es probable que estas condiciones sean aceptadas por los demás (o por lo menos esto es lo que parece que va a suceder). Pero todavía quedarían dificultades. Es deseable que se produzca convergencia en materia de inflación, por ejemplo, pero no lo es un control centralizado de las políticas fiscales de los Estados miembros. ¿Cómo se las arreglará, pues, la CEE con los problemas creados, no por Grecia o Portugal (países económicamente insignificantes), sino por Italia, con su enorme deuda pública?

Lo que no será la UEM es todavía más claro que lo que sí será, de la misma forma que los que no estarán en la vanguardia del proyecto están más definidos que los que sí estarán. Está por ver cómo quedará en definitiva todo, y cómo se irán configurando las cosas a medida que el proyecto avance. Este planteará problemas para muchos países, y en especial para el Reino Unido. Pero no sólo para este.

David Buchan, en "Financial Times", comenta la aparente conformidad de los ministros de la CEE ante la idea de una UEM a dos velocidades.

"Se aludió a la posibilidad de una unión económica y monetaria de dos velocidades y nadie se mostró sorprendido", dijo el ministro de Hacienda de Luxemburgo después de presidir la reunión de los ministros de Hacienda de la Comunidad.

Y la verdad es que este fué el fin de semana en el que, situado a mitad del camino de la marcha hacia la UEM, se concretaron varias realidades:

- La realidad de que ha habido más palabras que hechos en la tarea de hacer converger las economías de los Doce sobre la base de unos principios presupuestarios sólidos.

- La realidad de que incluso con unos severos programas de ajuste en los países comunitarios más débiles, los Doce no estarán en condiciones, a finales de los años 1990, de adoptar al unísono la moneda única.

- La realidad de que hay de hecho poca diferencia entre conceder un período de gracia a un país (Gran Bretaña) que por el momento no desea incorporarse a la UEM, y otorgárselo a países que no están aún en condiciones de formar parte de la unión.

- La realidad de que Alemania dispone del poder monetario y, tal vez, del derecho necesarios para oponerse a la creación de un auténtico banco central europeo hasta que este tenga un papel real (la gestión de una moneda única) que ejercer.

Jacques Delors dijo que la reunión del pasado fin de semana había supuesto "el mejor debate que nunca hemos tenido en materia de convergencia". Se refería a la aceptación, por parte de los ministros, de la idea según la cual la Comunidad debe empezar pronto a diseñar planes "de ajuste" para los países con déficits crónicos y/o con tasas de inflación de dos dígitos. El comité monetario de la CEE ha sugerido tres candidatos -Italia, Grecia y Portugal- para tales programas de ajuste.

Delors no dió excesiva importancia a esta innovación, señalando que Grecia se había sometido ya al escrutinio de la

CEE a cambio de un crédito de la Comunidad destinado a solventar algunas dificultades de balanza de pagos, y que Portugal e Irlanda habían acudido a Bruselas solicitando ayuda técnica para ciertos problemas de política presupuestaria.

Ahora bien, el establecimiento de un sistema de vigilancia mucho antes del inicio de la fase de transición hacia la UEM, en 1994, y su extensión a todos los países (como Francia y España sugirieron), no puede dejar de suscitar controversia. Así, Norman Lamont, el ministro británico, señaló ya que, incluso después de 1994, la labor de corregir el déficit y la adopción de medidas antiinflacionistas deben ser dejadas en manos de los gobiernos individuales.

Como una forma de convergencia monetaria, Anders Rasmussen, el ministro danés, sugirió que a partir de 1994 las fluctuaciones dentro de la banda estrecha del SME deberían reducirse del 2'25 al 1'5 por ciento, y que en 1996 la banda más ancha del 6% (en la que se mueven la libra y la peseta) debería haber desaparecido completamente.

Sea como fuere, los ministros reconocieron que, con programas de ajuste o sin ellos, resultaría inevitable una progresión de dos o más velocidades en el camino hacia la UEM. Esta idea, que muchos países miembros- así como el mismo Delors- habían rechazado airadamente cuando fué sugerida por Pöhl, hace algún tiempo, parece contar ahora con el consenso de la CEE.

Era importante desmitificar la UEM de dos velocidades, dijo Delors. Lo más probable, añadió, es que la mayoría de los países adopten el ecu como moneda única de todos ellos a finales de los años 90, y que los países que quedarán fuera de la unión durante algún tiempo liguen sus monedas al ecu a través, tal vez, de algo similar al actual Sistema Monetario Europeo.

Después de la reunión, Delors se negó a extenderse sobre la misma idea. Es más, incluso dió a entender que posiblemente se había precipitado al sugerirla ahora, quedando tan lejos los encuentros del otoño en los que se espera poner fin a las

negociaciones sobre la UEM. Con esto se refería sin duda a los problemas que todo ello podría suponer para el gobierno de Major, teniendo en cuenta la posibilidad de que de aquí a entonces vayan a celebrarse elecciones en Gran Bretaña.

Pierre Bérégovoy, el ministro de Hacienda francés, se hizo eco de las preocupaciones de Delors cuando manifestó que "el tratado debe ser redactado de forma que no condicione la decisión del Reino Unido, sin por ello obstaculizar la buena marcha hacia la unión". También el ministro belga apoyó el punto de vista de Delors. Carlos Solchaga, en cambio, señaló que, a su juicio, la idea de Delors "podía crear más problemas de los que resolvía". Por lo que parece, su preocupación es que si Gran Bretaña obtiene su cláusula de escape ("let-out clause"), España quedaría más aislada en las negociaciones. Por razones económicas, este país desea una transición relativamente larga hacia la UEM, pero por razones políticas no quiere quedar situada al nivel de países como Grecia ni tener que acudir a un período de gracia especial.

"Gran Bretaña corre el riesgo de quedar situada en el carril lento de la CEE". Así titula Leigh Bruce en el "Herald Tribune" su comentario sobre el mismo tema.

Gran Bretaña podría encontrarse en el carril lento en la progresión a dos velocidades hacia la perfección comunitaria si las propuestas de la Comisión sobre el calendario que ha de llevar a la moneda única son recogidas en el tratado sobre la unión económica y monetaria.

El presidente de aquella, Jacques Delors, propuso en la última reunión de los ministros de Hacienda de la Comunidad que el tratado debía redactarse de forma que hiciera posible la firma del mismo por parte de Gran Bretaña, sin perjuicio de que la aceptación de la moneda única y del banco central europeo

por parte de este país quedara aplazada para una fecha posterior.

Tal compromiso le serviría a Gran Bretaña para ganar tiempo con vistas a decidir si desea o no formar parte de la unión junto con los otros 11 países miembros de la CEE, así como para preparar el terreno político en el interior, donde todo da a entender que se ha de suscitar un difícil debate.

Pero la propuesta de Delors confirmaría también el principio de una Europa de dos velocidades, y suprimiría el derecho de Gran Bretaña, reconocido por el tratado de Roma, de vetar las últimas fases del proceso hacia la moneda única.

"El hecho de que la propuesta dé a nuestro Parlamento la oportunidad de adoptar una nueva decisión a últimos de esta década debe considerarse como muy positivo", ha dicho Sir Michael Butler, antiguo embajador británico en la CEE. Norman Lamont, el ministro, consideró asimismo que la propuesta era "constructiva", pero añadió que no suponía nada excepcionalmente nuevo.

Representantes del Tesoro dijeron por su parte que Gran Bretaña reservaría su decisión final. Es más, negaron que Londres defendiera la idea de una Europa de dos velocidades. "La realidad es que, o vamos todos juntos, o la Comunidad deja de existir".

Con todo, los economistas y analistas que siguen atentamente esta cuestión estiman que tales manifestaciones se dirigen sobre todo a calmar las controversias internas, en un momento en que el gobierno se esfuerza por suavizar el debate sobre Europa.

De acuerdo con la propuesta Delors, Gran Bretaña, imposibilitada de detener el proceso de unión, debería elegir, antes del término de la década, entre unirse a los países líderes o quedar relegada a una posición de segundo orden, dentro de la Comunidad. "Psicológicamente, sería muy malo no estar dentro desde el principio", dice un analista. "Además, las ventajas económicas de estar dentro serán enormes y podrían tener un efecto negativo para los que queden fuera".

Gran Bretaña podría encontrarse junto a países como Grecia y Portugal, los cuales, casi con toda certeza, deberán aplazar su participación plena en la unión económica y monetaria hasta que sus economías respectivas alcancen el nivel de las de los países miembros más avanzados. De no ser así, la CEE podría tener que hacer frente a problemas similares a los que se han planteado con motivo de la reunificación de Alemania.

Los economistas subrayan que esa no debería ser, inevitablemente, la suerte de Gran Bretaña, en tanto en cuanto el gobierno prosiga con energía su actual política antiinflacionista y acerque las magnitudes económicas a las de los países líderes comunitarios. "No hay razón alguna que deba impedir que Gran Bretaña se sitúe en el carril rápido antes del fin de esta década, siempre que se mantenga la debida credibilidad".

Adiós, Sr. Pöhl

("Financial Times", edit.)

Karl Otto Pöhl ha sido el auténtico modelo de gobernador de un banco central moderno: capaz y cortés, con presencia internacional y enemigo convencido de la inflación, ha desempeñado uno de los cargos más importantes del mundo y lo ha hecho bien. Le echaremos de menos.

Con todo, ni siquiera él es irremplazable. Como presidente del Bundesbank, es el primero entre iguales. La entidad que preside, uno de los grandes éxitos del mundo de la postguerra, continuará su histórica misión. Así debe hacerlo ya que el control de la inflación sigue siendo vital, no sólo para Alemania sino también para el ancho mundo.

Como "sherpa" del canciller Helmut Schmidt en la cumbre del Grupo de los Siete grandes países de Londres, en 1977, Pöhl fué quien introdujo en el comunicado final la famosa frase: "la inflación no reduce el paro. Por el contrario, es una de sus mayores causas". Bajo su presidencia, el Bundesbank ha actuado de conformidad con tal divisa. Desde 1980, los precios al consumo alemanes se elevaron a una tasa acumulativa anual de alrededor del 2'5 por ciento. A partir de 1985, tal tasa ha sido incluso inferior al 1'5 por ciento.

Tal proeza constituye la base de la influencia del Bundesbank. Es un reflejo de su independencia, pero también de la historia alemana. No está claro que pueda transmitirse a un marco europeo más amplio, es decir, a la unión económica y monetaria, pero lo que es indudable es que la posibilidad de que ello sea así surge como resultado del papel representado por el Bundesbank como ancla del Sistema Monetario Europeo. Esto resulta paradójico toda vez que el banco central alemán no era partidario de la creación del SME, se ha opuesto a sus limitaciones y ha repetido con insistencia que la política monetaria debe diseñarse teniendo en cuenta los objetivos

monetarios internos.

Pöhl ha dicho que su gestión en el Bundesbank le ha enseñado sobre todo que la independencia puede conducir a la impopularidad. Hombre sensible, no le gusta la conflictividad, pero esta resulta inevitable. En los agitados tiempos recientes, tal conflictividad ha sido considerable. El Bundesbank ha perdido algunas de las batallas y ha ganado otras, pero no se puede dudar de la importancia de su contribución en el debate.

El mismo Pöhl reconoce que algunas decisiones son demasiado trascendentes para ser adoptadas por gobernadores independientes. Sin embargo, Pöhl se sintió herido cuando Helmut Kohl anunció la unión monetaria alemana sin consultarle y contra su conocida oposición.

La unificación ha traído consigo incluso un nuevo elemento conflictivo: la propuesta expansión del consejo del Bundesbank. Ser el primero entre 18 iguales es malo. Pero ser el primero entre 23 roza lo intolerable.

Sin embargo, a pesar de todas las dificultades, tanto internas como externas, el Bundesbank sigue siendo esencial e influyente. Pöhl representó un papel decisivo en la esfera internacional una vez más cuando se opuso a la mal dirigida presión norteamericana en favor de un descenso de los tipos de interés en la última reunión de los 7G. Su papel ha sido todavía mayor al devolver a la realidad a los políticos europeos en las discusiones sobre la unión económica y monetaria europea.

Al igual que la reunificación alemana, la UEM es una decisión política. Pöhl lo acepta, aunque a veces se pregunta si el pueblo alemán se da cuenta de todas las posibles implicaciones de la misma. En cualquier caso, se trata de una decisión política que funcionará sólo si se realiza de una forma económicamente adecuada. Al hablar de la conveniencia de una unión de dos velocidades, al insistir en la convergencia de los resultados en materia de inflación, al rechazar de plano la creación prematura de un banco central europeo, y al exigir que

la entidad que substituya al Bundesbank debe gozar por lo menos de la misma independencia de este y comprometerse del mismo modo a rechazar la inflación, Pöhl ha mejorado inconmensurablemente la calidad del debate y ha incrementado las posibilidades de que los resultados sean positivos.

Por esto, así como por la firme determinación del Bundesbank de asegurar la estabilidad monetaria de Alemania, el mundo ha contraído con Pöhl una inmensa deuda. Su sucesor contará con una excelente base de partida. Tan sólida, que todo hace esperar que podrá continuar con iguales resultados la obra de su antecesor.

"Once años años al servicio del marco". Este es el título del comentario que dedica Paul Fabra, en "Le Monde", a la dimisión de Pöhl y que se transcribe a continuación.

Karl-Otto Pöhl es uno de los principales artífices del proyecto de unión económica y monetaria europea. También es, junto con Jacques De Larosière, gobernador del Banco de Francia, el verdadero autor del famoso informe Delors, de inspiración muy federalista (publicado en 1989 y adoptado como base de negociación por el Consejo Europeo en su reunión celebrada en Madrid en Junio del mismo año).

Si se analizan de cerca las sucesivas declaraciones de Pöhl, queda claro que el citado informe no recoge precisamente las preferencias profundas del presidente del Bundesbank, y así lo ha dicho explícitamente, en efecto, en diferentes ocasiones. ¿Cómo podría ser de otro modo? No cabe imaginar que Pöhl pudiera contemplar con alegría de corazón la idea de ser el último presidente de una entidad que tanto ha contribuido, por su independencia y por la seriedad con que ha actuado, a sentar las bases materiales de la democracia alemana. Pöhl habría preferido que la unificación monetaria se hiciera fuera de las

instituciones -existentes o por crear- de la Comunidad Económica Europea. El comité de gobernadores con sede en Basilea le parecía más indicado. Su deseo hubiera sido prolongar la experiencia de la primera etapa de la unión económica y monetaria. "Pero ni qué decir tiene" -había manifestado en 1990, en París, invitado por "Le Monde"- "que respeto la decisión tomada por los jefes de Estado y de gobierno, y comprendo las motivaciones políticas subyacentes".

En estas condiciones, Karl-Otto Pöhl adoptará una actitud que se corresponde a la vez con su carácter cordial, que le empuja a trabajar concertadamente con sus interlocutores todo el tiempo posible, con su ambición y con su sentido de la medida. Jugará el juego, adoptando incluso, para preservar la herencia del Bundesbank, una actitud maximalista. Si ha de haber unión monetaria, esta exige, a su juicio, que se confíe al futuro sistema monetario europeo "el privilegio exclusivo de la creación monetaria".

El sistema, por lo demás, debe gozar de un estatuto independiente con el fin de llevar a cabo una política de estabilidad en el sentido estricto del término (no corresponde a un banco central el estímulo del crecimiento y del empleo, ni tampoco la reducción de los desequilibrios regionales). Todo ocurre como si Pöhl se hiciera el siguiente cálculo: o bien los otros países miembros de la CEE cumplirán seriamente con el ambicioso programa, o no querrán dar en definitiva el gran salto. En este último caso el Bundesbank conservará el control de la política monetaria alemana. Por lo demás, entre los responsables de los asuntos monetarios mundiales, las intenciones respectivas sólo son conocidas por cada uno de ellos.

Intelectualmente, Karl-Otto Pöhl es heredero de dos tradiciones. Este antiguo alumno de la universidad de Göttingen, donde cursaba sus estudios trabajando como periodista (con un sueldo de 600 DM mensuales), atrajo la atención de Karl Schiller, ministro de Hacienda de la coalición que ocupaba entonces el poder. Pöhl, al igual que su protector, está inscrito en el SPD, al que se adhirió a los 18 años porque

admiraba a los dirigentes de este partido que habían estado en el exilio o en los campos de concentración nazis.

Pronto, sin embargo -según confesión propia- encontró demasiado izquierdistas las ideas económicas de sus camaradas. La política de Schiller -una reinterpretación de la economía social de mercado instituida por Ludwig Erhardt a la luz de un keynesianismo moderado- se ajustaba perfectamente a sus preferencias. Schiller era brillante, pero tenía muy mal carácter. El joven Pöhl sabrá convertirse en el nexo de unión obligado entre el canciller Willy Brandt y su ministro de Hacienda. En 1972 es nombrado Secretario de Estado, el puesto más elevado (medio administrativo, medio político) de la administración alemana. Cuando Helmut Schmidt sucedería a Willy Brandt en la cancillería, Pöhl será su colaborador. Desempeñará, entre otras, la función de sherpa.

Durante estos años de ascensión, Karl-Otto Pöhl, además de competencia, mostrará dos características que se encuentran raramente en un mismo hombre y que marcarán todas las etapas decisivas de su carrera: un talento conciliador aliado a una independencia de espíritu a la que le gusta manifestarse. Su libre juicio se nutre de escepticismo y también de una especie de pasión de no compartir las pasiones de los demás. En el extranjero, este alemán del norte (nacido en Hanover en 1929), que tan bien ha comprendido lo que pasa en Londres, en París, en Washington, en Roma, gusta por sus cualidades de ciudadano del mundo que no siempre se encuentran entre los dirigentes alemanes. En Alemania se le admira por no ser un provinciano alemán, aunque esto irrita a veces.

Durante el período extraordinario de la reunificación, Karl-Otto Pöhl se ha guardado muy bien de dejarse llevar por el entusiasmo ambiental, como si el recuerdo de sus compromisos juveniles le hubieran inmunizado contra toda forma de nacionalismo, incluso el más simpático. De ahí pudo partir lo que parece ser una especie de ruptura con el canciller Kohl. Desde un principio insistió Pöhl sobre los enormes obstáculos que iban a dificultar la integración rápida de la economía de

la antigua RDA en la RFA.

En realidad, la solución impuesta en su momento por el canciller, de un cambio de 1 DM por 1 marco oriental para los salarios y para todos los depósitos inferiores a 2.000 marcos, no estaba muy alejada de la proyectada por el Bundesbank. Sea como fuere, no se trataba de una solución absurda a priori. ¿Se podía imaginar una diferencia todavía mayor de los salarios en el interior de un mismo país? A este respecto se cita el caso de un policía del Berlin-Este que gana hoy tres veces menos que su colega del Oeste. Sin embargo, puede darse el supuesto de que los dos hombres, en servicio dentro del mismo coche, realicen exactamente idéntica función.

Una de las preocupaciones de Karl-Otto Pöhl es en la actualidad la reorganización del consejo de administración del Bundesbank, compuesto de 18 personas (7 miembros del directorio y 11 presidentes de las filiales regionales del banco central en los antiguos Lander del Oeste). ¿Conviene aumentar esta última cifra a 16 después del acceso de los nuevos cinco Lander del Este? Pöhl, por razones de comodidad, querría limitar a ocho el número de representantes de los Lander, algunos de los cuales, por consiguiente, deberían ser reagrupados. Esta reforma reforzaría el poder del directorio (cuyos reflejos suelen parecerse más a los de los bancos centrales extranjeros). El compromiso que el gobierno someterá al Parlamento parece inspirarse de cerca en la ideas de Pöhl.

¿Qué situación deja Pöhl después de haber estado a la cabeza del instituto emisor alemán durante más de once años? Fué en Enero de 1980 cuando se hizo cargo de la presidencia del banco. Después, su mandato de cinco años ha sido renovado dos veces. El tercer mandato en curso debía expirar en principio a últimos de 1995.

Cuando Pöhl tomó las riendas de la entidad, el Bundesbank se hallaba ante dificultades inhabituales por causa del fuerte aumento del gasto público durante el gobierno de Helmut Schmidt, a propuesta del cual accede a la presidencia del banco (por cierto que los dos personajes no se quieren demasiado). El

marco estaba muy débil y se veía sostenido regularmente por el Banco de Francia. La situación se reequilibró rápidamente con la llegada de la izquierda en París, seguida de la de la derecha en Bonn. La subida del dólar durante el primer mandato de Reagan (1980-1984) fué bien acogida en Francia y juzgada como detestable en Francfort.

Cuando se produce lo inevitable y la moneda norteamericana reanuda la baja, iniciada a principios de los años 60 en relación con el DM, el Bundesbank apenas tiene tiempo de disfrutar de esta evolución por él deseada. Alemania se ve sometida a enormes presiones exteriores (acuerdo del Louvre de 1987) para que baje los tipos de interés. En 1985, Pöhl había "modernizado" las prácticas del banco introduciendo las técnicas del open market. Esta reforma, tal vez necesaria, no supuso necesariamente un fortalecimiento de la capacidad de resistencia del Bundesbank.

Otra fuente de debilidad -sin duda transitoria, pero que ha dejado huellas duraderas- estuvo constituida por la enorme huida de capitales ocasionada en 1989 por una falsa maniobra fiscal del gobierno federal. Resultado: el marco se debilitó de nuevo, lo que obligó a los bancos centrales extranjeros a adquirirlos en grandes cantidades, con el fin de sostenerlo. Así fué cómo se constituyeron importantes reservas en DM en Norteamérica y en Europa, sobre todo, pero también en algunos países asiáticos. Estos activos en DM constituyen, evidentemente, una deuda para el Bundesbank, el cual, con su rigor habitual, la hace aparecer regularmente en su balance.

El DM moneda de reserva coharta la libertad de maniobra del banco. Durante mucho tiempo Alemania pudo tener unos tipos de interés moderados. Esto no es ya así. Los tipos elevados de hoy, ¿son el reflejo de una voluntad feroz de volver a los equilibrios de antaño? ¿O debe verse en ellos la señal de que el DM ha contraído de forma prolongada la fiebre monetaria internacional? En cualquier caso, ¿cual de estas dos hipótesis es más favorable, de cara a una unificación monetaria europea?

Francia: industrialistas contra liberales

Con este título literal publica "Le Monde" el siguiente artículo de Eric Le Boucher.

Francia debe preparar su industria ante el choque europeo de 1993. Esta es una de las tareas -sin duda la más importante- encargadas a Edith Cresson por el presidente de la República. Antigua titular de las carteras de Comercio Exterior, de Industria y de Asuntos Europeos, la nueva primer ministro se ha referido al tema en numerosas ocasiones y ha hecho de la "necesaria movilización industrial" su caballo de batalla. Desde antes de su dimisión del gobierno, Cresson no ocultaba sus vivas críticas contra Michel Rocard, contra su gobierno en general y contra el ministro de Industria, Roger Fauroux, en particular. "Estoy del todo de acuerdo con la política macroeconómica que se ha mantenido: franco fuerte y desinflación", nos había dicho Edith Cresson en privado, el verano pasado. "Pero es falso decir que esta política es suficiente". "Alemania y Japón" -precisaba Cresson- "llevan a cabo paralelamente unas políticas microeconómicas que suponen un diálogo permanente entre los poderes públicos y los responsables industriales. Esto es lo que debe hacerse aquí, cuanto antes mejor. Es posible que muchas firmas vayan bien y que mejoren, pero no debe perderse de vista la fuerza industrial conjunta... Y lo que ocurre hoy es que no se sabe qué hacer en lo nuclear y en lo electrónico. Tampoco se sabe lo que se debe esperar de las empresas públicas. Sólo se habla de ellas cada tres años, cuando se ha de designar al presidente-director general de las mismas. No hay control ni dirección".

Roger Fauroux, antiguo PDG de Saint-Gobain, no compartía en absoluto este punto de vista. El debate sobre política industrial, que no había cesado desde 1981, se reabrió en 1988, al inicio del segundo septenio. Hoy continúa abierto, toda vez

que Mitterrand lo sitúa en el centro de la política de su nuevo gobierno. Dicho debate opone los "industrialistas" -es decir, aquellos que quieren dar al desarrollo de la industria francesa una prioridad esencial dentro de la política económica- a los liberales, los cuales -como es el caso de Fauroux, pero también de Bérégovoy- no comprenden muy bien lo que todo ello significa concretamente y que estiman que lo más eficaz es defender a las empresas "en general".

Aunque a veces se encuentra en uno y otro campo a los mismos protagonistas, no es una repetición del debate de 1983 entre el rigor y la salida del Sistema Monetario Europeo. El mismo Mitterrand ha dicho y subrayado que no se trata de replegarse a posiciones proteccionistas. Pero el debate no deja de tener ciertas similitudes con el de entonces: ¿Tiene Francia los medios de hacer algo más que un liberalismo "atemperado"? Esta es la cuestión de fondo plateada a través del pretexto industrial.

Roger Fauroux, ministro de apertura de Rocard, simbolizaba la línea opuesta a Cresson. "Déjese que las empresas trabajen", le decía a "Le Monde" no hace mucho. "Intervenir en las minucias sería un desastre. Un voluntarismo de este tipo no tiene sentido alguno". Se irritaba ante las críticas de que era objeto por su falta precisamente de voluntarismo. Los socialistas dan muestras de incoherencia, a su juicio: una ortodoxia a veces excesiva en materia presupuestaria les priva de todo medio financiero concreto de actuación; sin embargo, multiplican sus declaraciones sobre el tema del voluntarismo. Es como un espejismo.

El antiguo alumno de la Ecole Normale Supérieure (letras), imbuído de cultura clásica, habla como hombre experimentado. Fauroux, en efecto, ha pasado 25 años en Saint-Gobain. Pero es también un defensor del Estado. Nombrado PDG de Saint-Gobain-Pont-à-Mousson en 1980, será el único que mantendrá su puesto entre los altos cargos de las empresas nacionalizadas. El Estado, pues, no le da miedo ni le avergüenza. Al contrario, fundador del Club Saint-Simon junto con el historiador François

Furet, cree "en el espíritu de empresa y en el Estado, así como habilidad de los hombres".

Ahora bien, el Estado de Fauroux no es el mismo que el de Cresson. Para el primero, el Estado debe concentrar su actuación en dos planos. Primero, en la gestión de las grandes empresas del sector público. Desde 1988, Fauroux no cesa de pedir dinero para el desarrollo de estas y obtiene una victoria al fin y al cabo contra el "ni-ni". A principios de 1990, Mitterrand se ve obligado a aceptar la apertura del capital de Renault para su matrimonio con Volvo, y más tarde la de todos los grupos públicos de la categoría 49%.

Una vez gastado el dinero, lo esencial del Estado-accionista es nombrar "un buen PDG", toda vez que la industria está en manos de hombres. Fauroux no duda en hacer los cambios que cree oportunos: Total y COGEMA cambian de jefe, mientras que defiende a Alain Gomez, de Thomson, atacado por... Cresson.

La renovación de una política industrial sectorial constituye el segundo plano de actuación. Este es el más discutido. Fauroux intenta llevar a cabo, a pesar de interferencias políticas, algunas reestructuraciones sectoriales. Tiene un cierto éxito en la química y fracasa en la nuclear, que sale de sus manos por considerarlo Mitterrand un sector muy político, razón por la cual pasa a Bérégovoy. En otros sectores, la actuación del Estado es obstaculizada por Europa, puesto que las ayudas públicas sectoriales son prohibidas por Bruselas, por dificultar la competencia.

Fauroux, no obstante, llega a comprender poco a poco que debe adoptar el único procedimiento autorizado: el que lleva a la investigación y al desarrollo. Subiéndose con Hubert Curien (ministro de Investigación y Tecnología) al tren propulsado por algunos consejeros del presidente de la República y del primer ministro, Fauroux activa los grandes programas tecnológicos de principios del primer septenio: automóvil propio, televisión de alta definición, TGV de tercera generación, etc. El mismo Mitterrand se compromete personalmente con alguno de estos programas, pero abundan las críticas contra la timidez liberal

de Fauroux.

El problema sectorial más delicado, el de la importación de coches japoneses a partir de 1993, se le escapa por este motivo. Fauroux estima que los constructores japoneses están más adelantados que los franceses, y comete el error de decirlo. El ministro es sólo un poco proteccionista. Peor aún: intenta, junto con Bérégovoy, atraer hacia Francia a los fabricantes japoneses. Cresson, ministro de Asuntos Europeos, se lanza por la brecha abierta y critica a "los que mantienen los brazos caídos" mientras los industriales japoneses "invaden europa". Será ella quien se haga cargo del caso y multiplicará las declaraciones antiniponas en la línea de las de Jacques Calvet, el patrón de Peugeot.

En una palabra, el jefe-de-empresa-ministro-de-Industria ha chocado más de lo previsto con los socialistas "industrialistas" y con el mismo Mitterrand. Fauroux tiene una visión de la industria en la que la política debe dejar el sitio a los capitales. Lo demás es sólo palabrería.

Corresponde ahora a Cresson probar lo contrario y demostrar que queda un margen de maniobra entre los dos escollos que limitan la política industrial: las paralizantes restricciones presupuestarias y aquellas otras igualmente limitativas de la Europa liberal. Este es el reto de su gobierno. Es un reto difícil y arriesgado.

"Las alternativas de Cresson". Este es el título de un editorial del "Washington Post" que reproduce el "Herald Tribune".

La nueva primer ministro de Francia, Edith Cresson, ha anunciado que intentará utilizar los métodos japoneses para fortalecer a la industria francesa y, lo que es aún más importante, para hacer frente a la competencia de Japón. Su primera actuación ha sido juntar dos ministerios para

constituir un poderoso instrumento inspirado en el Ministerio de Comercio Exterior e Industria, o MITI, nipón. Para el resto del mundo, la primera pregunta es si este cambio de dirección supondrá la colisión de Francia con otros miembros de la Comunidad Europea. El estilo de Cresson, caracterizado por su vigoroso y nacionalista intervencionismo económico, no parece compatible con el propósito de la Comunidad de abrir el mercado interior y de persuadir a los gobiernos para que no interfieran la competencia industrial.

Cresson es claramente un político de la izquierda en una Europa gobernada, por lo demás, por el centro-derecha. Fué ministro de Asuntos Europeos en el anterior gobierno hasta que se fué del mismo el otoño último como protesta por la falta de una política industrial.

La figura dominante de la política francesa continúa siendo, por supuesto, el presidente François Mitterrand. Puede que su objetivo al nombrar a Cresson sea sólo revitalizar y dar brillo a su régimen socialista cuando se aproxima la mitad de su segundo mandato de siete años. Es posible que este cambio del segundo de a bordo sea simplemente una cuestión de política interna. Pero si lo que ocurre es que Mitterrand ha cambiado de opinión sobre la Comunidad Europea y sobre el ritmo de evolución de esta, el impacto será enorme.

Los 12 países de la CEE se han comprometido a abrir el mercado interior completamente a últimos de 1992. Las autoridades antimonopolio europeas se han mostrado cada día más activas, y los gobiernos han de cesar de favorecer a sus grandes empresas nacionales. Los Doce han acordado progresar hacia la unión económica y monetaria. A medida que se han hecho más y más evidentes las posibles repercusiones de estos cambios se han suscitado dudas y se han replanteado posiciones. Desde el principio ha sido Francia el país que ha marcado el ritmo del progreso comunitario, por lo que si Mitterrand se inclina por ralentizar la marcha es probable que lo consiga.

Michel Rocard, primer ministro durante los tres últimos años, es un hombre situado en el centro de las diversas

corrientes que ha mostrado una gran habilidad dirigiendo a un gobierno socialista que no contaba con la mayoría en el Parlamento. Esta falta de mayoría puede resultar ser un inconveniente mayor para la combativa Cresson. Mientras, Rocard disfrutará de la libertad de un político sin mando para preparar su candidatura a la presidencia para 1995.

Bancos: España celebra una fusión de peso

(Peter Bruce, en "Financial Times")

Banco Central Hispanoamericano llega a trompicones a la báscula, como lo haría un boxeador pasado de quilos y con poco aliento. La fusión que se acaba de anunciar entre los bancos Central e Hispano Americano puede haber creado el mayor banco de España, pero no un banco preparado para la lucha.

La fusión podría suponer unos 250 m.m. de pesetas (2'3 m.m. de dólares) en reservas para una entidad que dispone ya de 8'8 billones de pesetas en activos, más que cualquier otro banco de España. Ahora bien, todo da a entender que el nuevo banco -sobrecargado de personal y de sucursales- va a necesitar toda la ayuda que pueda obtener.

Central Hispanoamericano ha sido creado para competir con la entidad resultante de la fusión de los bancos públicos españoles -Corporación Bancaria Española, CBE- y con Banco Bilbao Vizcaya, BBV, con 7'7 m.m.

Los 250 m.m. constituyen las ganancias de capital que resultarán de la revalorización de los activos de Central e Hispano Americano, cuando se unan en los próximos meses. Si el gobierno está contento con la fusión, tales ganancias quedarán exentas de impuestos.

Carlos Solchaga, el ministro de Hacienda español, apenas pudo ocultar su satisfacción ante la decisión adoptada por los dos bancos. Alfonso Escamez y José María Amusátegui, los presidentes de estos, "habían dejado de lado" -dijo el ministro- "sus deseos o sus caprichos personales, para tener sólo en cuenta el interés de los propios bancos, de los accionistas y del país".

Desde 1987, aproximadamente, Madrid ha estado presionando a los bancos españoles para que se fusionaran. Hasta ahora, el gobierno sólo había logrado persuadir al Bilbao y al Vizcaya, fundidos el año 1988 para convertirse en el BBV, el mayor banco

español.

Frustrado, Madrid anunció hace tres semanas que fusionaría las entidades bancarias de propiedad estatal. La Corporación Bancaria Española, dijo Solchaga, "será beligerante en los mercados". La noticia, junto con unos menores márgenes operativos ("retail") fué suficiente para asustar a Escámez y a Amusátegui. El acuerdo se completó en quince días.

Tres cosas empezarán a suceder a partir de ahora, todas ellas delicadas:

* Primero, los dos bancos, sus filiales bancarias regionales y una parte de las empresas industriales bajo su control directo deberán coordinarse y fundir su personal y, de alguna forma, sus culturas. En el BBV este proceso sigue todavía en curso de realización. Muchos antiguos altos cargos del Vizcaya se sienten como subordinados a sus colegas del Bilbao.

En el Central Hispanoamericano "no podrían existir dos culturas más distintas", ha dicho un veterano administrador del Hispano. "En este, tratándose de personal, se eludían los esquemas administrativos. En el Central, en cambio, todo era riguroso orden de antigüedad. Ahora bien, la gente joven es nuestra, y tiene hambre".

Escámez, ahora en sus 76 años de edad, presidirá el banco hasta el año próximo. Entonces tomará el mando Amusátegui, y la lucha por situarse será sangrienta.

* Segundo, los dos bancos fusionados han de reducir personal y cerrar oficinas donde estas se dupliquen. El proceso será lento y caro. El BBV ha suprimido 3.000 empleos en tres años y medio, y el Central Hispanoamericano deberá suprimir más.

* Finalmente, el nuevo banco deberá decidir lo que ha de vender. Las filiales industriales del Central y del Hispano Americano, juntas, suponen alrededor del 5 por ciento del PNB. El Central es fuerte en instalaciones industriales y el Hispano lo es sobre todo en servicios. Entre ambos cuentan con tres compañías de seguros, una de las cuales puede ser vendida. Hay

ya bastantes empresas de seguros extranjeras que buscan la forma de introducirse en España.

En este sentido puede decirse que las dos entidades no deberán esforzarse mucho por encontrar compradores, toda vez que su fusión dará lugar a la mayor concentración de accionistas y de miembros del consejo extranjeros que pueda ofrecer la banca española. Así, Commerzbank ha dispuesto del 10 por ciento del Hispano desde 1983, participación que le convertirá automáticamente en el principal accionista del nuevo banco (4'4%). Hispano, por su parte, adquirió el 5% de Commerzbank en 1989.

En el Central, Escámez invitó en los últimos dos años a tres accionistas franceses para que entraran en su consejo. Entre los tres -UAP (seguros), el grupo Bouygues (construcción) y Elf Aquitaine (petróleo)- disponen del 12 por ciento del Central. Todos ellos colaboran ya con este banco en sus especialidades respectivas.

La utilización de activos para aumentar los beneficios ha sido una práctica tradicional de la banca española, que quedó confirmada una vez más con la decisión del Banco de Santander, en 1989, de atraer clientes ofreciendo cuentas corrientes retribuídas. Como resultado de ello, los beneficios netos del sector, el pasado año, como porcentaje del total del activo, bajaron del 1'54 a casi el 1'5 por ciento, después de haber subido desde el 1'4% en 1988. La reducción de los márgenes operativos es el elemento central que explica por qué los bancos se fusionan de nuevo. Creen que sólo aumentando la dimensión pueden avanzar eficazmente en el campo de las comisiones por servicios ("fee-paying services") que substituyan a las operaciones al por menor ("retail"). En 1989, la media de los márgenes de los préstamos al por menor ("retail lending margins") españoles fué igual al 4'4 por ciento de los activos, la más elevada de la Comunidad Europea después de las de Grecia y Portugal.

Nadie cree que las fusiones de bancos españoles han

terminado con la del Central y el Hispano. La atención se centrará ahora en Mario Conde, el presidente del Banesto, y en Emilio Botín, del Banco de Santander. Conde, que fracasó en su intento de unir el Banesto con el Central en 1989, está luchando por modernizar su negocio bancario, al tiempo que intenta atraer inversores a su área industrial.

Botín, por otra parte, ha conseguido muchos clientes nuevos al ser el primero en ofrecer cuentas corrientes con elevados rendimientos. También se ha mostrado muy activo adquiriendo participaciones bancarias fuera de España. Así, Santander cuenta con el 10 por ciento de First Fidelity en Estados Unidos. Botín, que ha vendido recientemente algunos bancos regionales y participaciones en compañías eléctricas, cuenta con unos recursos líquidos de alrededor de 800 m. de dólares. El mercado está convencido de que el Santander anda tras alguna adquisición importante en España.

Banco Popular, el más pequeño de los grandes bancos españoles y el más rentable del mundo, está demasiado bien protegido para ser una presa fácil al alcance de la mano. ¿El Banesto, pues? Conde no cederá fácilmente. Pero si el argumento de la dimensión adquiere consistencia, él y Botín pueden llegar a pensar que los dolores del parto pueden valer la pena, después de todo.

ARTICULO DEL MES

**ALEMANIA ORIENTAL: EL LARGO
CAMINO HACIA LA PROSPERIDAD**

**ROBERT BARRO
THE WALL STREET JOURNAL**

Alemania oriental: el largo camino hacia la prosperidad

Con este título publica "The Wall Street Journal" de 7 de Mayo el artículo de Robert Barro que se transcribe a continuación.(1)

¿Cuanto tardarán las regiones pobres del Este alemán en alcanzar al próspero Oeste? Algunas estimaciones iniciales, sin duda optimistas, hablaban de la espectacular respuesta que se obtendría del fin de la represión, pero tal euforia ha perdido fuerza a la vista de los recientes descensos de la producción y de los aumentos del desempleo en el Este. Una autorizada valoración, en Diciembre último, del Fondo Monetario Internacional decía que "incluso en las hipótesis más favorables se prevén grandes dificultades transicionales", pero a continuación aludía a una serie de posibilidades optimistas según las cuales el crecimiento medio de la productividad a lo largo de los próximos diez años excedería al del Oeste entre el 6'5 y el 9 por ciento al año. ¿Son realistas estas proyecciones de un milagro económico? ¿Se trata, por el contrario, de una ilusión?

Regiones ricas y pobres

La historia de los países industrializados proporciona abundante información sobre convergencia entre regiones pobres y regiones ricas. Así, por ejemplo, se puede observar el caso del sur de los Estados Unidos en los cien años que siguieron a la guerra civil; o el de la Italia meridional después de la Segunda Guerra Mundial; o lo realizado por Schleswig-Holstein, el área más pobre de la antigua República Federal. Aunque los problemas de la transición de las regiones orientales alemanas no son exactamente los mismos que los de los casos citados,

(1) Robert Barro es profesor de economía en Harvard y miembro del National Bureau of Economic Research.

individualmente considerados, podemos obtener información valiosa de la experiencia media de la evolución de muchas regiones pobres en diferentes momentos históricos.

Veamos lo ocurrido con la renta per cápita real en el período 1880-1988 en cuatro regiones norteamericanas: Este, Sur, Medio Oeste y Oeste. Lo que este análisis ofrece de positivo es que las regiones pobres tendieron a crecer apreciablemente más deprisa, en términos per cápita, que las regiones ricas. La amplia diferencia de rentas que se manifestaba entre las distintas regiones en 1880, había desaparecido hacia 1980, y esto con independencia de la notable diversidad del nivel de las rentas en el año inicial.

La convergencia se da asimismo dentro de cada región: estados relativamente pobres (como lo eran Maine y Vermont en 1880) se aproximaron a los relativamente ricos (como lo eran en la misma época Massachusetts y Rhode Island), y esto a un ritmo parecido al que lo hicieron los estados del Sur respecto a los del Este o del Oeste.

Lo negativo de todo ello, en cambio, según la experiencia norteamericana, es, primero, que la tendencia convergente puede a veces ser contrarrestada por circunstancias económicas o políticas (tales como malas cosechas, o los efectos de una guerra), y, segundo, que la convergencia, normalmente, tarda mucho en producirse. Como promedio, cada año se redujo alrededor del 2% la diferencia entre pobres y ricos. Este lento reajuste significa que la "media-vida" ("half-life") de la convergencia -el tiempo que se tarda en eliminar la mitad de la diferencia inicial- es de alrededor de 35 años.

Existe una gran diversidad en las estimaciones de la productividad de la Alemania del Este en 1990. Una diferencia razonable podría situarse entre un tercio y la mitad de la cifra germano-occidental. Una extrapolación de la experiencia norteamericana a las zonas orientales de la Alemania unificada supondría que el crecimiento per cápita del Este sería inicialmente de 1'5 a 2 puntos porcentuales anuales más elevada que en el Oeste. Este mayor crecimiento (que descenderá a lo

largo del tiempo a medida que le Este se acerque al Oeste) significa que se tardará alrededor de 15 años en eliminar la mitad de la diferencia, y unos 70 años en superar las tres cuartas partes de la misma. En tal caso, el Este llegaría a alcanzar al Oeste, pero dentro de un par de generaciones y no de un par de años o de dos décadas.

Las enseñanzas que reciba la Alemania unificada serán mejores si lo que se contempla es la historia del crecimiento regional en Europa occidental. La convergencia observada en Estados Unidos se observa asimismo en 73 regiones de siete países europeos (Bélgica, Dinamarca, Francia, Italia, Holanda, Gran Bretaña y Alemania occidental). Regiones con un producto interior bruto per cápita menor en 1950 tendieron a crecer más deprisa en términos de renta per persona de 1950 a 1985. Sin embargo, al igual que en Estados Unidos, la convergencia es lenta: la diferencia entre pobres y ricos tiende a desaparecer al mismo ritmo del 2 por ciento, aproximadamente, anual.

Una parte del caso europeo es la famosa diferencia entre la Italia del norte y la Italia del sur. En 1950, el PIB per cápita de cuatro regiones prósperas del norte se situaba el 70% por encima de la media italiana, mientras que el PIB per capita de siete regiones pobres del sur estaba un 32% por debajo de la media del país. En cambio, en 1985, las cuatro regiones del norte estaban un 38% por encima de la media, mientras que las siete del sur se situaban el 25% por debajo de ella. Aunque la diferencia entre el norte y el sur seguía siendo grande en 1985 -lo que parecía confirmar la creencia popular de que las regiones atrasadas del sur nunca alcanzarán a las más ricas del norte- la reducción del margen a lo largo de los pasados 35 años está de acuerdo, de hecho, con lo que suele suceder. El sur de Italia no había alcanzado al norte en 1985 porque había empezado muy atrás en 1950 y porque el ritmo normal de recuperación no es muy rápido.

Más relevante, tal vez, para el Este alemán es la experiencia de las cuatro regiones de la Alemania Federal que tenían los menores PIB per cápita en 1950: Schleswig-Holstein,

Baja Sajonia, Rhin-Palatinado y Baviera. El PIB per cápita de estas cuatro regiones pasó del 23% por debajo del PIB medio de Alemania occidental en 1950 al 15% también por debajo en 1985. El proceso de convergencia es conforme, también aquí, al lento ritmo habitual.

Las diferencias regionales en materia de renta per cápita estimulan la emigración de las regiones pobres a las ricas. La historia de los Estados Unidos proporciona una base para predecir el alcance de la emigración de la Alemania oriental a la occidental. La extrapolación de los resultados norteamericanos supone que la emigración neta de personas de la Alemania del Este a la del Oeste será de unas 200.000 en 1991 (1'2% de la población oriental) si la productividad del Este en 1990 fuera la mitad de la del Oeste, y de 340.000 (2'1% de la población) si la productividad del Este fuera una tercera parte de la del Oeste alemán.

La corriente real migratoria cae dentro de estas estimaciones. El flujo migratorio, sin embargo, descenderá a lo largo del tiempo por dos razones: primero, porque la renta per cápita del Este aumentará, aunque sea lentamente, en relación con la del Oeste; y segundo, porque la acumulación de emigración dará lugar a que la densidad de población del Oeste se eleve en relación con la del Este, lo que hará que el Oeste resulte menos atractivo. La combinación de estas dos fuerzas lleva a la conclusión de que el número anual de migrantes netos habrá bajado a una cifra comprendida entre 140.000 y 230.000 en el año 2001. El número acumulado de emigrantes proyectado para el período 1991-2001 es de 1'7 a 2'8 millones.

Ritmo lento

Se puede esperar que la productividad y la renta per cápita en la Alemania oriental alcanzarán los niveles de la occidental, pero sólo muy lentamente. Durante la prolongada transición, la tasa de crecimiento medio per cápita del Este excederá a la del Oeste (inicialmente, en 1'5/2 puntos

porcentuales al año), pero los resultados relativos para períodos breves pueden ser peores o mejores que los proyectados, y esto debido a una variedad de razones económicas y políticas. La transición se caracterizará también por una migración de personas del Este al Oeste.

Sin duda, la lentitud del reajuste y el substancial movimiento de gentes creará presiones para que el gobierno alemán acelere el proceso. La historia del crecimiento regional en Estados Unidos y Europa, sin embargo, sugiere que es poco lo que los gobiernos pueden hacer para acelerar el ritmo, si bien es cierto que la Guerra Civil norteamericana y los pobres resultados obtenidos en algunos países de Iberoamérica y de Africa ponen de manifiesto que las autoridades pueden, sí, retrasar o invertir el proceso. Las fuerzas convergentes son poderosas a largo plazo, pero es inimaginable que algo parecido a la paridad entre las dos partes de Alemania pueda conseguirse pronto.

GRAFICO DEL MES

EL GRAFICO DEL MES

EL ALZA DE LOS COSTES DE LA CONSTRUCCION

El sector de la construcción, evaluado según Contabilidad Nacional del INE, registró en el quinquenio 1.985-1.990 un crecimiento nominal del 135.6% y un crecimiento real del 70.4%, lo que implica un crecimiento de los precios de la obra realizada del 38.3%. Según el Índice de Costes de la Construcción, elaborado por la Confederación Nacional de la Construcción, (que no incluye el excedente empresarial bruto) la elevación en el quinquenio fue del 35.2%, lo que supone que el excedente empresarial (22.6% de la producción efectiva a los precios de salida de fábrica, según la Tabla Input-Output de 1.986), debió aumentar el 48.9%, es decir, a una tasa anual acumulativa del 8.3%, frente a incrementos del 6.7% en los precios de la obra realizada y del 6.2% de los costes. Hay que tener en cuenta que los costes financieros, en la metodología Input-Output, están integrados en el excedente empresarial bruto.

La primera observación que se deduce de estos datos es que la demanda en construcción, al crecer intensamente en el quinquenio (nada menos que a una tasa del 11.2% anual acumulativo), promovió elevaciones de precios superiores a las registradas en el resto de sectores industriales.

Para que el lector pueda comparar el distinto comportamiento de los precios de la construcción, frente a otros agregados económicos, se ha elaborado el siguiente cuadro, claramente expresivo del fenómeno comentado:

EVOLUCION DE LOS PRECIOS DE LA CONSTRUCCION
Y OTROS AGREGADOS ECONOMICOS
- Quinquenio 1.985-1.990 -

	<u>Variación en el</u> <u>quinquenio (%)</u>	<u>Tasa anual</u> <u>acumulativa (%)</u>
PIB a precios de mercado	41.8	7.2
IPC (precios de consumo)	36.8	6.5
Precios industriales	11.5	2.2
Construcción (obra realizada)	38.3	6.7
. Costes de producción	35.2	6.2
- Costes laborales	55.7	9.3
- Materiales de construcción.	17.6	3.3
. Excedente bruto de explotación	48.9	8.3
** Inmuebles residenciales (cuatrienio 85-89)	42.9	9.3
** Otras construcciones (cuatrienio 85-89)	21.0	4.9

De los datos anteriores se desprende que el alza de los costes laborales en la construcción, superó ampliamente al del resto de variables consideradas. También el excedente bruto de explotación creció intensamente (un 8.3% fue su tasa anual acumulativa), crecimiento muy afectado por el alza de los costes financieros imputables a la construcción, no cuantificados ni en la Contabilidad Nacional ni en la Tabla Input-Output, pero que debieron superar la tasa del 8.3% imputada al conjunto del excedente bruto de explotación.

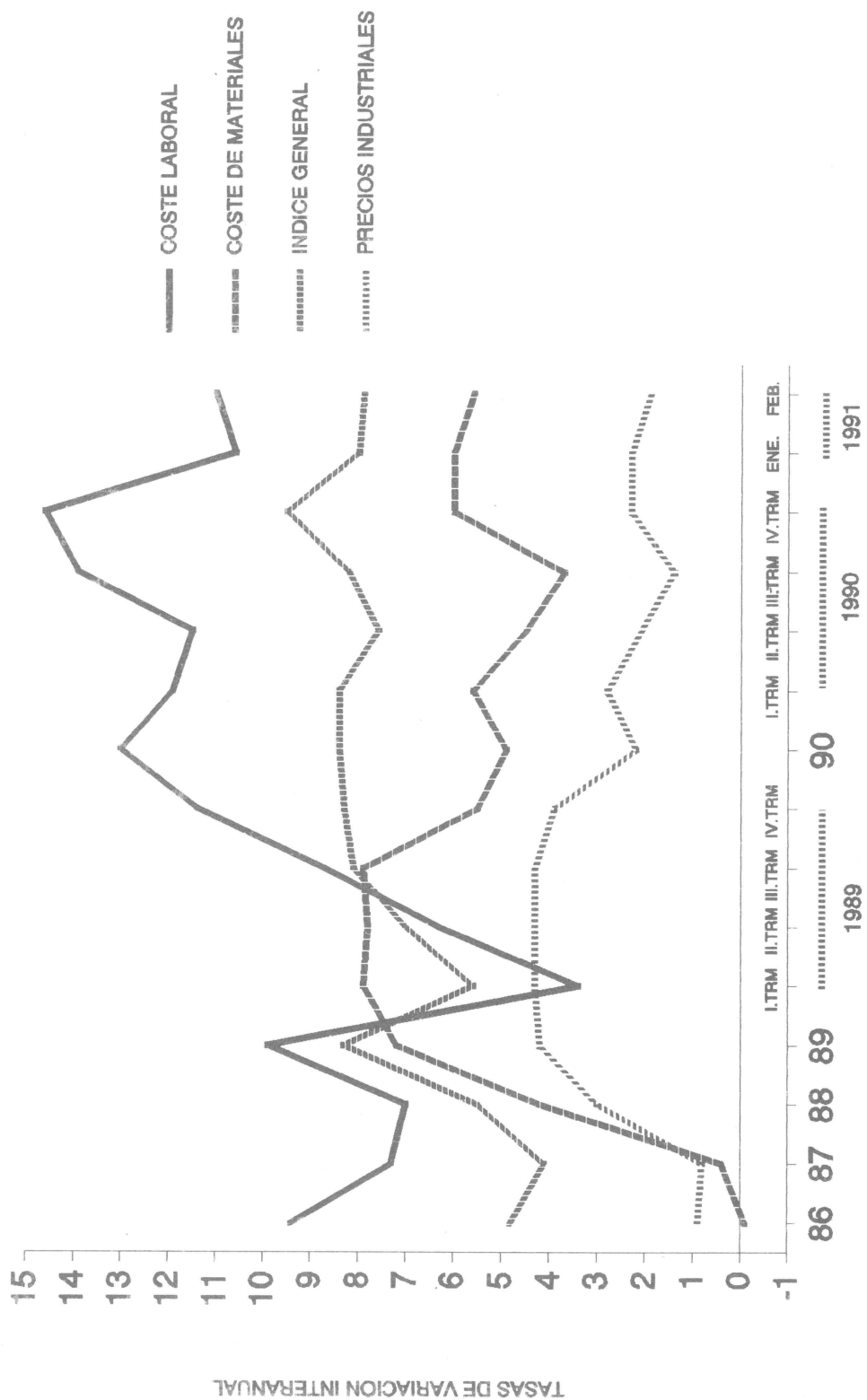
Donde el desigual comportamiento de los precios incorporados al sector de la construcción aparece más evidente, es al enfrentarlo con la evolución de los precios industriales. Mientras que los precios incorporados a los bienes industriales crecieron el 11.5% en el quinquenio, equivalente a una tasa anual acumulativa del 2.2%, los precios de la construcción aumentaron el 38.3%, equivalente a una tasa anual del 6.7%. Es decir, el alza de los precios de la construcción, fue tres veces superior al registrado por los productos industriales y el doble del incorporado a los materiales de construcción.

El alza del precio de la construcción, en lo que se refiere al valor de la obra ejecutada, no puede explicarse sino por la insuficiencia en la concurrencia de los factores de producción (mano de obra en general) y por la fuerte tensión de la demanda.

Cuando se analiza lo acontecido en los dos grandes subsectores de la construcción analizados por Contabilidad Nacional, es decir, Inmuebles residenciales y Otras construcciones, se observa que en el cuatrienio 1.985-1.989, la inversión en inmuebles residenciales creció en términos nominales el 76.4%, mientras que el resto de construcciones (que incluye la obra civil en infraestructuras) aumentó el 109.9%. En términos reales los incrementos fueron del 23.4 y 73.4% respectivamente. Lo que significa que los precios de la construcción en inmuebles residenciales aumentaron el 42.9% y los del resto de construcciones, el 21%, equivalentes a unas tasas anuales de crecimiento del 9.3% y 4.9%, diferencia considerable que pone en evidencia como ha sido la construcción de inmuebles (vivienda fundamentalmente) el sector que registró una mayor elevación en los precios de la obra realizada.

Al fortísimo crecimiento de los precios en la construcción de inmuebles, hay que añadir el precio del suelo para valorar la evolución de los precios totales de los nuevos edificios. El alza del precio del suelo es difícil de conocer ya que no existe ningún índice suficientemente representativo del mismo. En la medida que la elevación del precio del suelo, en el último quinquenio, superara el alza de los precios de la edificación, que se situó en cota altísima superior al 9% anual acumulativo, la evolución de los precios de la vivienda y otras edificaciones, habrá sido desigual en la medida que la repercusión del precio del suelo en el valor total del inmueble, es notoriamente diferente.

EVOLUCION DE LOS COSTES DE LA CONSTRUCCION



EVOLUCION DE LOS COSTES DE LA CONSTRUCCION
(BASE 1985=100)

	<u>COSTE LABORAL</u>		<u>COSTE DE MATERIALES</u>		<u>INDICE GENERAL</u>		<u>PRECIOS INDUSTRIALES</u>	
	% DE		% DE		% DE		% DE	
	<u>INDICE</u>	<u>VARIACION</u>	<u>INDICE</u>	<u>VARIACION</u>	<u>INDICE</u>	<u>VARIACION</u>	<u>INDICE</u>	<u>VARIACION</u>
1986	109.3	9.4	99.9	-0.1	104.8	4.8	100.9	0.9
1987	117.3	7.3	100.2	0.4	109.1	4.1	101.7	0.8
1988	125.5	7.0	104.5	4.2	115.1	5.5	104.8	3.0
1989	137.9	9.9	112.0	7.2	124.7	8.3	109.1	4.2
I. TRM	128.2	3.4	110.0	7.9	119.4	5.6	107.9	4.3
II. TRM	133.5	6.3	111.2	7.8	122.3	7.0	108.7	4.3
III. TRM	137.2	8.7	113.1	7.9	125.0	3.1	109.7	4.3
IV. TRM	140.6	11.4	114.1	5.5	127.2	8.3	110.2	3.9
1990	155.7	13.0	117.6	4.9	135.2	8.4	111.5	2.2
I. TRM	149.6	11.9	116.1	5.6	131.8	8.4	111.0	2.8
II. TRM	153.5	11.5	116.2	4.5	179.4	7.6	111.0	2.1
III. TRM	158.7	13.9	117.2	3.7	136.2	8.2	111.3	1.4
IV. TRM	161.1	14.6	121.0	6.0	139.4	9.5	112.8	2.3
1991								
ENERO	164.9	10.6	122.8	6.0	141.9	8.0	113.5	2.3
FEBRERO	166.2	11.0	122.8	5.6	142.5	7.9	113.3	1.9

FUENTE: Síntesis Mensual de Indicadores Económicos, D.G.P y C.: A partir de datos de CNC. e INE.

INSTANTANEA ECONOMICA

INSTANTANEA ECONOMICA
PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA
 CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA NUM 50. MAYO 1.991

EVOLUCION DE LA COMPETITIVIDAD

(Tasas de variación) (a)

	Tipo de cambio nominal	PRECIOS RELATIVOS EN MONEDAS NACIONALES				TIPOS DE CAMBIO REAL ANUAL			
		Costes laborales unitarios	Precios de consumo	Precios al por mayor	Precios de exportación	Costes laborales unitarios	Precios de consumo	Precios al por mayor	Precios de exportación
FRENTE A LA OCDE									
1.981-1.985	-6.9	3.0	4.4	5.8	5.3	-4.1	-2.7	-1.4	-1.9
1.986-1.990	2.1	2.0	2.7	0.2	-0.2	4.2	4.9	2.4	2.0
1.986	-1.5	3.9	6.1	2.5	0.1	2.3	4.5	0.9	-1.4
1.987	0.2	2.0	2.3	-0.2	2.2	2.2	2.4	-0.1	2.3
1.988	3.0	1.8	1.6	-0.2	-0.8	4.9	4.7	2.8	2.3
1.989	4.2	0.9	2.2	-0.5	-1.5	5.2	6.5	3.7	2.7
1.990	5.0	1.6	1.6	-0.2	-0.8	6.6	6.6	4.7	4.1
FRENTE A LA CEE									
1.981-1.985	-4.1	2.6	3.8	4.9	3.8	-1.6	-0.4	0.5	-0.5
1.986-1.990	0.5	2.0	2.8	0.2	0.1	2.5	3.3	0.7	0.6
1.986	-5.1	4.0	6.1	2.3	0.6	-1.3	0.7	-3.0	-4.5
1.987	-2.4	1.9	2.5	-0.3	2.5	-0.6	0.0	-2.7	0.0
1.988	3.5	2.0	1.7	-0.4	0.0	5.5	5.3	3.1	3.4
1.989	5.5	1.0	2.1	-0.5	-2.1	6.6	7.7	4.9	3.3
1.990	1.1	1.3	1.7	0.2	-0.3	2.5	2.9	1.4	0.8

Fuente: OCDE, Fondo Monetario Internacional, INE y Banco de España.

(a) Los valores positivos indican pérdida de competitividad y los negativos ganancia

COMENTARIO: El Informe Anual del Banco de España correspondiente a 1.990, ha puesto sobre la mesa, el grave problema que se deriva de la pérdida de competitividad de la economía española. Aunque son muchos los trabajos elaborados en España y por los organismos internacionales, en relación a nuestra pérdida de competitividad, la oportunidad del Informe del Banco de España y la persistencia de las causas que la promueven, hace necesario insistir de nuevo en este problema de palpable actualidad. El cuadro comentado elaborado por el Banco de España, separa lo acontecido en la

competitividad española frente al conjunto de países OCDE y frente a la CEE, distinguiendo, por su dispar comportamiento, lo acaecido en los períodos 1.981-1.985 y 1.986-1.990.

Competitividad española en el período 1.981-1.985 La competitividad española, a pesar del mayor crecimiento de sus costes laborales unitarios y de sus precios, registró ganancia relativa en el período 1.981-1.985, como consecuencia de la depreciación de su tipo de cambio nominal anual que fue del 6.9% frente a la media de los países de la OCDE y del 4.1% frente al conjunto de países de la CEE.

En dicho período, los costes laborales unitarios (crecimiento nominal de los salarios por encima del aumento de la productividad) superaron anualmente en el 3% a los de la media OCDE y en el 2.6% a los de los países comunitarios. La evolución de los precios internos españoles, tanto de consumo, como industriales y de exportación, fue aún más creciente, promoviendo diferencias entre el 5.8 y el 4.4% para los países OCDE y del 4.9% al 3.8% en los países CEE. El efecto final de tales comportamientos es que frente a la OCDE, en el período 1.981-1.985, la competitividad española aumentó, en media anual, ganancia relativa que va desde el 4.1%, en términos de coste laboral unitario y el 1.4% en términos de precios al por mayor. Cuando este análisis se hace frente a los países miembros de la CEE, la ganancia anual se limita al 1.6% según costes laborales unitarios y pérdida del 0.5% frente a los precios al por mayor.

Queda, por tanto, bastante claro que a pesar del mayor crecimiento de los costes laborales y los precios internos españoles en el período 1.981-1.985, se registró ganancia en el nivel de competitividad por el efecto de la depreciación de la peseta, en menor medida en los países comunitarios que en el conjunto de la OCDE, por la mayor depreciación de la peseta frente al dólar en dicho período.

Competitividad en el período 1.986-1.990, frente a la OCDE Respecto al conjunto de monedas de la OCDE, especialmente por su posición frente al dólar, la peseta ha registrado apreciación especialmente intensa entre 1.988 y 1.990. El promedio del quinquenio 1.986-1.990, incorpora apreciación anual del 2.1% frente a los países de la OCDE. Junto a la apreciación monetaria, los costes laborales unitarios y los precios internos españoles, también han acusado crecimiento superior al de nuestros competidores. Lo que en definitiva, ha supuesto pérdida de competitividad. Frente a la OCDE, los costes laborales unitarios españoles han superado en media anual del 2% al conjunto de dicha área. Con diferencias que van del 0.9% de 1.989 al 3.9% de 1.986. Por lo que se refiere a los precios internos, el diferencial fue intenso en precios de consumo, pero escasamente significativo en precios al por mayor y de exportación. El resultado final es que frente a los precios OCDE, la competitividad española en el quinquenio 1.986-1.989 se ha deteriorado en el 4.2% anual, según costes laborales unitarios o en el 2% según precios de exportación. Situación obviamente grave en la medida que de continuar, terminará por alejar a España de los mercados internacionales. La pérdida de competitividad española frente a los países OCDE en 1.990 fue excepcionalmente intensa, al registrar pérdida del 6.6% en relación a los costes laborales unitarios, algo paliada cuando se calcula en relación a los precios industriales (4.7%) y precios de exportación (4.1%).

Competitividad española frente a la CEE La incorporación de España a la Comunidad Económica Europea, ha tenido un efecto manifiesto en el tipo de

cambio de la peseta frente al resto de monedas comunitarias. Después de la depreciación relativa de la peseta en 1.986 y 1.987, ésta se apreció intensamente en el bienio 1.988-1.989, por encima del 9%, para hacerlo sólo en el 1.1% en 1.990. El resultado final del promedio del quinquenio, es que la peseta se apreció a tasa anual acumulativa del 0.5% respecto a la media comunitaria. Los costes laborales unitarios en España registraron diferencial muy intenso, respecto a los comunitarios, en 1.986, para moderarse en 1.989 y 1.990, pero con diferenciales del 1 y 1.3% respectivamente. Mayor fue el efecto en términos de IPC. Pero desde la óptica de la competitividad, lo verdaderamente importante son los costes laborales unitarios y los precios al por mayor de exportación. La combinación de los distintos efectos, unidos a la apreciación de la peseta, frente a las monedas comunitarias, termina por registrar pérdida de competitividad en el quinquenio que va desde el 3.3% anual según precios de consumo, al 2.5% en relación al alza de los costes laborales y del 0.7 y 0.6% cuando se analiza frente a los precios al por mayor y de exportación.

La situación en 1.990 no ha sido satisfactoria, pues aunque la apreciación del tipo de cambio se frenó, reduciéndose al 1.1%, los costes unitarios del trabajo y los precios españoles, han crecido más que la media comunitaria, elevándose la pérdida de competitividad en 1.990 según costes laborales unitarios, en el 2.5%.

Comentario final España en el quinquenio 1.986-1.990 ha perdido competitividad equivalente al 22.8% frente a los países OCDE, y del 13.1% frente a los países de la CEE, medido en relación al coste laboral unitario. Evaluada la pérdida de competitividad con los precios de exportación (que recogen el efecto positivo de los menores precios pagados por las materias primas y productos intermedios importados) se reduce al 10.4% frente a los países OCDE y al 3% frente a la CEE.

De dichos datos se desprende que España ha registrado una considerable pérdida en su nivel de competitividad, que de proseguir, terminará por alejarnos de los mercados extracomunitarios y se hará muy difícil la competencia dentro de la Comunidad Europea. Medida la competitividad desde la vertiente del SPA (Standard de Poder de Compra), se observa como el margen de competitividad española que en 1.985 era del 25.7%, se ha reducido al 12% en 1.990. Es decir, la competitividad española en los cinco últimos años ha perdido el 12.2%, que es una cuota sólo ligeramente inferior al 13.1% que resulta de analizarla según el tipo de cambio y los costes laborales unitarios. El 12% que, según estos datos, es el margen que aún le queda a la economía española, se anulará en sólo cuatro o cinco años, si se sigue perdiendo competitividad al ritmo del 2.5% anual, que es la tasa computada en el promedio del último quinquenio y también la de 1.990, medida en relación al crecimiento de los costes laborales unitarios. Sin necesidad de mayores cálculos, es evidente que dentro del SME, si los costes laborales unitarios españoles superan a los comunitarios, la pérdida de competitividad será inevitable.

LOS LIBROS DEL MES

INSTITUTO NACIONAL DE
ESTADISTICA.
CONTABILIDAD NACIONAL DE ESPAÑA
BASE 1985. SERIE CONTABLE 1985-1989
Y TABLA INPUT OUTPUT 1986

NOTICIAS DE LIBROS.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA. CONTABILIDAD NACIONAL
DE ESPAÑA. BASE 1.985. SERIE CONTABLE 1.985-1.989 y
TABLA INPUT-OUTPUT 1.986

El Instituto Nacional de Estadística acaba de publicar la Contabilidad Nacional de España, base 1.985. Dicha publicación comprende la serie de los años 1.985 a 1.989 y la Tabla Input-Output 1.986.

Los datos referidos a 1.985 y 1.986 tienen carácter definitivo, los de 1.987 y 1.988 son provisionales y los de 1.989 son sólo un avance que a su vez enlaza con la publicación titulada "Evolución de las Principales Magnitudes Macroeconómicas. Año 1.990". La publicación de la nueva serie incluye también una Tabla Input-Output de la Economía española referida a 1.986.

Con esta publicación el Instituto Nacional de Estadística, da cumplimiento al compromiso derivado de la integración de España en la Comunidad Económica Europea. El proyecto del INE para este año incluye la publicación en el tercer trimestre de la serie de Contabilidad Nacional 1.985-1.990, que incluirá la nueva Tabla Input-Output de 1.987.

La Contabilidad Nacional de España, elaborada con la metodología establecida por el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC), propuesta en su día por la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas (EUROSTAT), constituye el documento estadístico más importante para el estudio y análisis de la estructura y la evolución temporal de nuestra economía. Permite establecer el origen del producto, desde la óptica de las distintas ramas y sectores de la producción. El comportamiento de la demanda nacional, en forma pormenorizada, tanto por lo que se refiere al consumo privado y público, como a la formación bruta de capital (inversión). Establece el valor de los grandes agregados económicos, como Producto Interior Bruto, Renta Nacional Bruta Disponible y Ahorro Nacional Bruto. Informa detalladamente sobre el Sector Exterior y el Sector de las Administraciones Públicas, pormenorizando el comportamiento de dichos sectores en relación a la economía nacional, evaluando los déficit que generan en el conjunto económico.

Un aspecto de excepcional interés para profundizar en el análisis de la economía española, en relación al origen y destino de los distintos recursos y empleos, es la contabilidad de los denominados Sectores Institucionales, constituidos fundamentalmente por las Administraciones Públicas, Hogares y Sociedades. El sector de Administraciones Públicas, desglosa la información correspondiente a la Administración Central, separando el Estado de sus Organismos Autónomos; la Administración Territorial, con tratamiento separado de Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales; y la Administración de la Seguridad Social, distinguiendo el Sistema de Seguridad Social del Estado del resto de otras Administraciones de la Seguridad Social.

El sector de Empresas y Sociedades, distingue entre las sociedades y cuasisociedades no financieras y las instituciones de crédito y empresas de seguro, diferenciadas a su vez, según sus funciones específicas. En cuanto a Hogares, comprende el sector Familias y las Instituciones Privadas sin fines de lucro, en forma agregada. La separación contable de los hogares e I.P.S.F.L., constituye una aspiración en el futuro de la Contabilidad Nacional de España.

El análisis de los sectores institucionales se hace mediante la presentación de sendas cuentas de Producción, Explotación, Renta y Operaciones con el Resto del Mundo, Utilización de la Renta y Capital. Elaboradas dichas cuentas desde la doble óptica de recursos y empleos, permite conocer con precisión las principales rúbricas que las integran. Desagregación fundamental para realizar estimaciones desde la óptica de distribución institucional y funcional de la Renta Nacional Bruta Disponible.

Aparte de la necesidad de una futura separación dentro de la cuenta de Hogares, del agregado "Familias" y del de "Instituciones Privadas sin fines de lucro", la Contabilidad Nacional Española, como ocurre también en la de otros países comunitarios, debería afrontar la desagregación de la "Producción imputada a servicios bancarios". Dicho dato figurado en el capítulo 6.2 de la citada publicación, lo incluye en el apartado 5 "Servicios destinados a la venta": En realidad esta partida (negativa para el cálculo del PIB por ramas de actividad) no es imputable solamente al sector servicios, sino que debe distribuirse entre todos los sectores y ramas de producción. El Banco de España, quizás pudiera aportar la estimación correspondiente, por lo menos para los grandes agregados sectoriales.

Otra insuficiencia de la C.N. se encuentra en el apartado 6.9 "Clasificación de la Formación Bruta de Capital" en la medida que la formación bruta de capital fijo aparece sólo diferenciada por productos y sería necesario conocer su desagregación según los sectores o ramas inversoras. Desagregación prevista en el SEC y que, sin duda, el INE intentará abordar en el futuro.

La nueva serie de Contabilidad Nacional muestra, a partir de 1.986, la novedad que se deriva de la introducción del IVA, en el sistema fiscal español. Es evidente que la incorporación de este impuesto ha venido a mostrar claridad en la elaboración de las cuentas españolas y en sus Tablas Input-Output.

La principal novedad incorporada por la nueva Contabilidad Nacional, base 1.985, es la publicación anual de una Tabla Input-Output, que por su propia metodología, fuerza a la necesaria coherencia de los datos macroeconómicos y sectoriales. La tabla publicada, elaborada con la clasificación R-56 de EUROSTAT, comprende 56 sectores productivos, más el sector 48 (Producción imputada de servicios bancarios); siete sectores de la Demanda Final y once de Inputs Primarios, lo que constituye una referencia muy adecuada para el análisis sectorial del que tan necesitada anda la economía española, en la medida que el quinquenio resulta un período excesivamente largo dada la movilidad y el cambio que anualmente registra nuestra economía.

La Fundación FIES de las Cajas de Ahorro Confederadas, quiere expresar su agradecimiento al enorme esfuerzo que está realizando el Instituto Nacional de Estadística para dotar al país de un instrumento estadístico tan fundamental e imprescindible para el conocimiento de la estructura y la evolución de la economía española. También desearía alertar a las Facultades de Económicas y Empresariales del interés que para los economistas que se forman en las mismas, debería tener el manejo y conocimiento de este instrumento. Sin el cual, difícilmente puede entenderse y comprenderse los problemas económicos, tanto desde su vertiente macro como microeconómica.

NOTICIAS DE LIBROS

Ensayos sobre el Sector Bancario Español

Jordi Gual y Xavier Vives

Madrid, 1991, FEDEA, págs. 166.

Bajo este título la Fundación de Estudios de Economía Aplicada publica tres ensayos diferentes con el fin de reflexionar sobre el futuro del sector bancario en España. El primero de ellos se titula "Cambios Regulatorios en el Sistema Bancario Español" describe tanto los cambios producidos en España como en el marco comunitario. En él se pretende recopilar la información institucional necesaria sobre el proceso de integración financiera de Europa. El segundo se titula "Algunos Determinantes de la Rentabilidad en la Banca Española" y constituye un esbozo de análisis y cuotas de mercado en el subsector de Cajas de Ahorro. En él, según se explica en la introducción, se pretende contrastar la hipótesis de cooperación versus no-cooperación, en términos de apertura de oficinas entre las Cajas de Ahorro en un entorno en el que los tipos de interés están básicamente regulados. El tercero de los ensayos se titula "Estrategias competitivas para la banca en la perspectiva de 1993". En él se revisan las principales estrategias de las entidades bancarias frente al proceso de integración europea y a los cambios regulatorios. En particular el análisis parte de los desarrollos recientes de la economía industrial y de la economía financiera. En conjunto son tres artículos que tienen en común la temática y el objetivo, es decir, tratan del futuro del sector bancario e intentan proporcionar los fundamentos, teóricos y empíricos para el análisis del comportamiento de este sector.

Aspectos de la Estrategia de España para su Transición a la U.E.M.

Jaime de Piniés Bianchi

Madrid, 1991, Documento de Trabajo nº 91-05, FEDEA, 13págs.

Este Documento de Trabajo de FEDEA recoge un trabajo preparado para el debate FUNDES-FEDEA: "España ante la Unión Económica y Monetaria". Se trata de un breve análisis sobre la unión monetaria europea en el que se reflexiona sobre los costes y beneficios de la misma. Se sugiere un estrechamiento de la banda de fluctuación de la peseta, la liberalización de movimientos de capital en el menor tiempo posible, y se valora la reciente propuesta española de crear un Ecu fuerte y de desarrollar un primer esbozo del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Monetarist Economics

Milton Friedman

Institute of Economic Affairs,

Oxford, 1991, Basil Blackwell Ltd., 188págs.

Este libro forma parte de una serie de publicaciones que el Institute of Economic Affairs ha iniciado recientemente. La intención de este Instituto es contribuir a difundir el trabajo de los economistas más importantes. Hasta el presente se han publicado parte de los escritos de J.M. Buchanan y F.A. Hayek. Cada libro es presentado por un discípulo conocedor de la obra de los hasta ahora todos Premios Nobel. En este caso se recogen los principales documentos escritos por Milton Friedman para el Institute of Economic Affairs, donde se muestran los orígenes intelectuales de los cambios producidos en la vida política en los últimos veinte años y los nuevos desarrollos de la política económica.

Historia de la Empresa Pública en España

Francisco Comín y Pablo Martín Aceña

Madrid, 1991, Biblioteca de Economía, Espasa Calpe, 418 págs.

Esta nueva publicación de la Serie Estudio de Espasa Calpe recoge el fruto de un esfuerzo colectivo, en el que han colaborado, además de los directores, ocho prestigiosos economistas. Aunque no es una obra muy voluminosa si que explora y trata los principales aspectos históricos de la empresa pública remontándose incluso hasta el siglo XVIII. El período estudiado comprende los siglos XVIII a XX. El primer capítulo ha sido escrito por Pedro Tedde. Los artículos de que se compone el libro se titulan: "La Empresa Pública en el Mercantilismo" (por Pedro Tedde Lorca), "Las Reales Fábricas" (por Juan Helguera), "La minería estatal española, 1748-1873" (por Rafael Dobado), "Los Monopolios Fiscales" (por Francisco Comín), "Las Obras Públicas (1850-1935)" (por Antonio Gómez Mendoza), "La Industria Militar (por Roberto Suárez Menéndez), "Los Montes de Propiedad Pública (1833-1936)" (por José Ignacio Jiménez Blanco), "Las Empresas de Servicios Públicos Municipales" (por Francesca Antolín), "Los orígenes de la Banca Pública (por Pablo Martín Aceña) y "La Opinión Empresarial ante la Empresa Pública 1898-1936" (por Mercedes Cabrera Calvo Sotelo). En síntesis se puede decir que este libro recoge desde una perspectiva histórica la actividad del Estado como empresario, y además se describen las particularidades institucionales, los objetivos asignados, las formas de gestión, y se analizan los resultados y sus fundamentos ideológicos y políticos.

El Inversor y los Mercados Financieros

José Luis Martín Marín y Ramón Jesús Ruiz Martínez

Madrid, 1991, Ariel Economía, 315 págs.

Los autores de esta obra, doctores en Economía, profesores de la Universidad de Sevilla y con una amplia experiencia profesional en España y en otros países, tratan de dar una visión pormenorizada de los mercados de activos financieros y de las operaciones que en ellos pueden realizar los inversores. El libro consta de diez capítulos en los que se estudian respectivamente, los mercados financieros y sus características, el mercado monetario, el mercado de capitales, la estructura de los tipos de interés, los mercados derivados, los mercados de divisas, eurodivisas y eurobonos y la fiscalidad de la inversión financiera. En enfoque es fundamentalmente práctico con abundantes ejemplos, por lo que está dirigido tanto a estudiantes de universidad como a profesionales, en general, que deben asesorar o tomar decisiones de inversión en los mercados financieros.

