

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL
RESERVADO**

**LAS TRES COORDENADAS DEL
OTOÑO DE 1992**

Cuaderno N° 66 Septiembre 1992



Fundación Fondo
para la
Investigación
Económica y Social

Obra Social
de la Confederación
Española
de Cajas de Ahorros

Ejemplar núm.

SUMARIO

	<u>Pág.</u>
PRESENTACION	V
ECONOMIA ESPAÑOLA	1
Las tres coordenadas del otoño del 92.- <i>E. Fuentes Quintana, V. Valle, J. Alcaide</i>	3
Convergencia nominal de los países comunitarios en 1991 y Previsión 1992 (Condiciones de Maastricht).	27
Moody's revisa la calificación (rating) Aa2 del Reino de España para un posible ajuste a la baja.	31
Evolución de la competitividad española frente a la Comunidad Europea	33
El comportamiento cíclico de economías occidentales.- <i>J. Luis Raymond</i>	35
Sobre la destrucción de empleo en 1992.- <i>José de Hevia y Alfonso Novales</i>	43
ECONOMIA INTERNACIONAL	51
El Tratado de Maastricht. Perspectivas.- <i>Ramón Boixareu</i>	53
Los países industrializados sin perspectivas de crecimiento vigoroso.- <i>Nieves G^a Santos</i>	67
El informe semestral del FMI sobre la situación y perspectivas de la economía mundial.- <i>Ricardo Cortes</i>	85
SISTEMA FINANCIERO	93
Tensiones en el SME. ¿Para qué ha servido el referendun francés?.- <i>Analistas Financieros Internacionales</i>	95
La crisis monetaria y los mercados de valores. Sobre las caídas de precios de los mercados de deuda y de acciones.- <i>Analistas Financieros Internacionales</i>	103

Séptimo encuentro de Cajas de Ahorros Europeas.	107
La financiación de la empresa vasca	125
RESUMEN DE PRENSA	131
TEMA DEL MES	171
Presentación del número monográfico sobre el Arco Mediterráneo de Papeles de Economía Española	173
GRAFICO DEL MES	175
Evolución del consumo privado	177
INSTANTANEA ECONOMICA	181
Evolución de la población activa y ocupada. Primer semestre 1992.	183
LOS LIBROS DEL MES	187
España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht; Manuel Alonso Olea y otros; <i>Victorio Valle</i>	189
Escritos Económicos; Laureano Figuerola; Edición de Francisco Cabrillo.- <i>Pedro Tedde</i> <i>de Lorca</i>	192
El régimen jurídico de las Cajas de Ahorros; de Manuel Aragón, Rafael García y Juan Alfonso	195
Contabilidad Nacional de España. Serie enlazada 1964-1991. Base 1986; Instituto Nacional de Estadística.- <i>Julio Alcaide</i>	197
Noticias de libros	199
PREMIOS DE ECONOMIA "REY JAIME I". 1992	205
Premio de economía "Rey Jaime I". 1992.- <i>Juan Antonio Maroto</i>	207

PRESENTACION

La llegada del otoño sorprende a la economía española en una situación particularmente crítica, plagada de dificultades e incertidumbres sobre la realidad presente y el curso previsible de su evolución futura.

Constituye ya una percepción bien asentada la que afirma que el campo problemático de la economía española, en la hora presente, tiene tres coordenadas o vectores básicos:

1º) La situación económica mundial, que viene arrastrando una recesión intensa y prolongada.

2º) Los obstáculos surgidos al proceso de integración económica europea, que han tenido una profunda incidencia en el equilibrio del sistema cambiario y en el comportamiento de los mercados financieros.

3º) Los problemas propios o específicos de la economía española, cuyo rasgo más visible es la debilidad y mala cimentación de su crecimiento económico, y cuya raíz se encuentra en la inercia de comportamientos inadecuados en el marco de un ambiente general de desconfianza y de ausencia del indispensable espíritu de cooperación.

Este número 66 de "Cuadernos de Información Económica" gira, en sus diversas colaboraciones y notas integrantes, en torno a esa trilogía de cuestiones que la inicial colaboración de Enrique Fuentes Quintana, Victorio Valle y Julio Alcaide trata de ordenar, ofreciendo una opinión comprometida y un marco de referencia para integrar las diferentes colaboraciones de este número y, en definitiva, para facilitar a los lectores de "Cuadernos" un juicio informado sobre la actual situación económica de España.

La prolongada recesión económica mundial.

Al analizar la situación de la economía mundial y su influencia sobre la economía española, tal vez lo primero que convenga recordar es la fuerte interrelación existente la evolución cíclica de los diferentes bloques y países que componen la economía mundial, lo que permite rechazar -frente a los arbitrios tan en boga hoy como en el pasado- cualquier posible solución de los problemas económicos de un país como España, con un elevado grado de apertura al exterior, al margen y de espaldas al acontecer económico internacional.

El trabajo de José Luis Raymond titulado "El comportamiento cíclico de las economías occidentales" pone claramente de manifiesto la alta correlación existente entre la evolución cíclica de la economía europea y la de Estados Unidos, y la que igualmente preside la relación de cada país comunitario -en particular Alemania y España- con respecto al conjunto del comportamiento de la economía europea, al margen de eventuales matices de desajuste respecto al acoplamiento de los períodos y a la intensidad de las fases del ciclo.

Si esto es así, -y la evidencia empírica así lo indica-, está claro que las posibilidades de recuperación de la economía española limitan con la evolución que cabe esperar en la economía mundial, en general, y europea en particular.

Los analistas apostaban a comienzos de 1992 por una clara recuperación de la economía mundial. Una recuperación en la que se esperaba que los países anglosajones retomarían la antorcha del crecimiento más intenso, frente a la mayor debilidad de la evolución en Alemania y Japón, que hasta ahora habían venido impulsando el débil crecimiento económico mundial. Pero esa esperada recuperación no llega.

Como destaca el trabajo de Nieves García Santos, que se incluye en la sección de economía internacional de este número de "Cuadernos", ningún país o bloque va a ejercer en 1992 un claro liderazgo, lo que condiciona para la economía mundial unas perspectivas poco halagüeñas. Es verdad que los agentes económicos en Estados Unidos han mejorado sustancialmente su situación financiera, pero ni las medidas adoptadas han hecho aún reaccionar al consumo privado, ni las incertidumbres del proceso electoral, ya iniciado, parecen el mejor caldo de cultivo para un avance significativo de la inversión. También es cierto que Japón ha puesto en marcha un plan de reactivación fiscal, pero no es previsible que sus efectos se dejen sentir hasta 1992. La recuperación en Alemania, que arrastra los problemas derivados de la unificación, y cuya política económica se mueve en el estrecho margen que le permite el temor ancestral a la inflación, tampoco parece previsible en lo que resta de 1992, y más bien se pronostica para la segunda mitad de 1993.

El Informe semestral del FMI, sobre la situación y perspectivas de la economía mundial que comenta Ricardo Cortes en este número tampoco aporta, pese a estar redactado antes de las turbulencias recientes en los mercados de cambios, una visión más optimista sobre la evolución económica internacional.

En suma, la economía internacional continúa esperando, tal vez vislumbrando, la recuperación, pero, una vez más, los pronósticos siguen apuntando a una prolongación de la espera.

Las dificultades del proceso de integración.

El no danés al referendun para ratificar el Tratado de Maastricht, y el debate que acompañó al proceso del referendun francés, pese a su ajustado sí, han iniciado las dudas sobre la necesidad y conveniencia de avanzar en la construcción de la Unión Económica y Monetaria Europea. Y, sobre todo, han catalizado la atención europea sobre las dificultades de la necesaria convergencia real de los países comunitarios. De hecho, en 1992, con las estimaciones disponibles, países como Italia y España tienen difícil su convergencia con los criterios establecidos en Maastricht y la dificultad se acentúa aún para Portugal y Grecia. Ni los comportamientos económicos ni las políticas seguidas parece que hayan acercado realmente la economía de esos países -y de algún otro como el Reino Unido- a las condiciones de Maastricht. (Ver nota sobre "Convergencia nominal de los países comunitarios en 1991 y previsión 1992" en este mismo número).

La sensibilidad de los mercados de cambio y de deuda pública a estas dificultades ha generado movimientos especulativos respecto a las monedas más artificialmente apreciadas, como consecuencia de sus peores condiciones internas, que no han podido ser contrarrestados por los mecanismos establecidos en el S.M.E., que han generado importantes pérdidas de divisas en los

países afectados, que condujeron finalmente a la libra esterlina y a la lira italiana a abandonar el sistema el pasado 17 de septiembre, y que obligaron a una devaluación inicial de la peseta en un 5 por cien respecto al marco.

En su colaboración mensual, Analistas Financieros Internacionales comentan las consecuencias de las nuevas condiciones cambiarias, entre las que hay que destacar no sólo la devaluación, sino la restricción que la Circular del Banco de España 16/1992, modificada por la 17/1992, de 2 de octubre, impone sobre la libertad plena de movimientos de capitales que entró en vigor en febrero de este año. Se trata de medidas que intentan evitar las operaciones especulativas en contra de la peseta en los mercados financieros y dificultar el proceso de deslocalización de depósitos que se venía produciendo en la economía española.

Los inversores extranjeros han valorado, como era de esperar, muy negativamente esta medida, lo que ha repercutido en un fuerte deterioro del mercado de deuda -el índice más expresivo es la reducción de la calificación otorgada por la agencia internacional Moody's a la deuda del Reino de España (la versión castellana del comunicado de prensa de esta decisión se recoge también en este número de "Cuadernos")- y en el desplome que han experimentado en estos días las Bolsas de Valores en España, del que un sucinto comentario de AFI da igualmente cuenta en este número.

Ciertamente, los mercados cambiarios y financieros viven una etapa turbulenta de transición, en espera de un acuerdo más amplio de realineamiento de las monedas comunitarias en el Sistema Monetario Europeo, dentro del nuevo esquema de funcionamiento que surja de la solución global coordinada que los países comunitarios adopten para remontar la crisis actual.

Una crisis que proyecta, en este momento, dudas e incertidumbres muy importantes sobre el futuro de la Unión Monetaria Europea. El trabajo de Ramón Boixareu realiza, bajo el título "El Tratado de Maastricht. Perspectivas", un minucioso rastreo de las opiniones más significativas sobre el futuro de la Unión Europea recogidas recientemente en los medios más importantes de opinión pública, y destaca un conjunto de interrogantes sin respuesta definitiva que siembran de inquietud el futuro: ¿Procederá Dinamarca a rectificar su negativa inicial a la ratificación del Tratado? ¿Cómo se instrumentará? ¿Se va a modificar el texto del Tratado para dar satisfacción a las amplias minorías que han mostrado su desacuerdo? ¿Exigiría esto una nueva renegociación larga y laboriosa de los Acuerdos de Maastricht? ¿Se va a ampliar la CE como quieren Inglaterra y Dinamarca? ¿Habrá una Unión Monetaria limitada al área del marco y Francia, haciendo renacer la idea de la Europa de dos velocidades? ¿Se reducirá el poder de la burocracia de Bruselas que tantas críticas concita?.

Preguntas clave para calibrar el futuro de la Unión Europea y que sólo el resultado de las ratificaciones aún pendientes, los acuerdos que se adopten en Birmingham el próximo 16 de octubre y la efectividad de las medidas para acentuar la convergencia y sanear las economías más débiles pueden dilucidar en el futuro.

Los problemas propios de la economía española.

La negativa influencia de los factores internacionales antes comentados sobre la economía española es clara. Pero también lo es la existencia de problemas y dificultades específicos internos de la propia economía.

Diez aspectos centrales se destacan en el trabajo inicial de Enrique Fuentes Quintana,

Victorio Valle y Julio Alcaide, que sintetizan adecuadamente el campo problemático de la economía en España:

- 1. La perceptible desaceleración del crecimiento económico a lo largo del año, especialmente a partir del segundo trimestre de 1992.*
 - 2. Los efectos negativos que ese bajo crecimiento está teniendo sobre el empleo y el paro. En su trabajo titulado "Sobre la destrucción de empleo en 1992", José de Hevia y Alfonso Novales prevén una pérdida de 205.000 empleos a lo largo de 1992 y una tasa de paro a final de año del 19,2 por cien. La Instantánea Económica de este mes ofrece además una radiografía de la tasa de variación de la población activa y ocupada en los dos primeros trimestres de 1992 por comunidades autónomas y por sectores económicos. En el segundo trimestre de 1992, salvo las comunidades autónomas de Madrid, País Vasco y Castilla-La Mancha, todas registran evolución negativa de la ocupación. La más intensa se produce en Baleares, seguida de La Rioja.*
 - 3. El desacelerado crecimiento económico español se cimenta además sobre el consumo nacional, cuya trayectoria va debilitándose como consecuencia de la reducción que está registrando la renta disponible familiar (sobre la evolución trimestral del consumo familiar entre 1989 y 1992 y su reciente debilitamiento, visto a través de diferentes indicadores, versa en este número el Gráfico del Mes).*
 - 4. La inversión muestra una desaceleración intensa en su crecimiento desde 1990 que culminará con un crecimiento nulo en 1992, según las estimaciones más solventes, y adquirirá signo negativo en 1993.*
- La caída de los excedentes empresariales y el elevado nivel de los costes financieros están en la base de esta desaceleración del proceso inversor.*
- 5. La característica inflación dual española continúa manteniendo un diferencial acusado con la media comunitaria.*
 - 6. El desequilibrio exterior mantiene su marcha ascendente y el saldo de la "balanza fundamental", que refleja la medida en que la inversión extranjera estable financia el desequilibrio de la cuenta corriente, ha entrado en valores negativos significativos, poniendo en entredicho la sostenibilidad del desequilibrio exterior.*
 - 7. El desbordamiento del déficit público. El Presupuesto ha dejado de ejercer en España sus tradicionales funciones de limitar y controlar al gasto público, lo que, unido al comportamiento de los ingresos públicos, cuya alta flexibilidad traduce amplificadamente sobre la recaudación las circunstancias de coyuntura baja que vive la economía, conduce a un déficit creciente que sobre sus conocidos efectos negativos, añade en la actual circunstancia un nuevo problema: de su financiación adecuada.*
 - 8. El mal comportamiento del mercado de trabajo, plagado de rigideces que repercuten en la formación de los salarios y en la generación de empleo. En particular, la norma de indiciar el crecimiento de salarios por la inflación más dos puntos, que como la experiencia demuestra es la línea habitual, constituye una práctica extraordinariamente perturbadora que es preciso erradicar del comportamiento laboral español.*

9. *La inflación, la sobrevaloración del tipo de cambio de la peseta -fruto de una política estabilizadora inadecuada exclusivamente basada en la política monetaria-, y el escaso apoyo prestado a los factores cualitativos que conforman el comportamiento empresarial, han determinado una creciente pérdida de competitividad.*

La nota elaborada por los servicios estadísticos de la Fundación FIES, que acompaña como anexo al primer artículo de este número de "Cuadernos", muestra que entre 1987 y junio de 1992, la pérdida de competitividad de la economía española frente a la CE se refleja en todos los índices: según precios de consumo (21,3 por cien), según precios de producción (10,1 por cien) y según coste laboral unitario (13,2 por cien).

10. *La crisis de confianza que envuelve a la economía española, que se traduce en la caída de los índices que miden el sentimiento del consumidor y en las encuestas empresariales que realiza la Comunidad Europea.*

Crisis de confianza derivada de que las actuales dificultades económicas se producen, además, en un clima de incomprensión social y de mutua inculpa de los diferentes grupos sociales.

El repaso de estas circunstancias condicionantes de la crítica situación de la economía española conduce a tres conclusiones básicas:

1. *Poco cabe hacer desde España para arreglar los factores de debilidad e incertidumbre externa que condicionan nuestra economía.*

2. *El ámbito de actuación de la política económica debe centrarse en resolver con urgencia el amplio panorama de problemas propios o internos para permitir a la sociedad española incorporarse, con una economía saneada, al crecimiento económico internacional cuando este se produzca y para que esté en condiciones de aprovechar las ventajas de la pertenencia a la Unión Monetaria Europea cuando ésta se redefina y avance en su construcción.*

3. *Nada de esto se puede hacer sin una responsabilidad compartida que, a partir de un diagnóstico correcto de la situación económica, trate de remediar los graves problemas económicos internos.*

En particular, cinco frentes reclaman prioritariamente la atención de la política económica:

a) *Reformar la política presupuestaria, de forma que se reduzca el déficit y se domine el comportamiento del gasto público.*

b) *Variar la combinación entre política monetaria y presupuestaria, de forma que la lucha contra la inflación no repercuta tan intensivamente sobre los tipos de interés, lo que desanima a la inversión productiva y tiende a apreciar el tipo de cambio.*

c) *Se precisan avances sustanciales en las medidas de reforma estructural en el sector servicios que eliminen el carácter dual de la inflación española, que está contribuyendo a deteriorar el tejido de las empresas en el sector industrial que han de soportar altos costes y, sin embargo, competir en los mercados internacionales.*

d) *Es preciso flexibilizar el mercado de trabajo y las reglas de fijación de los aumentos salariales.*

e) *Hay que apoyar los factores que potencien la competitividad de los productos españoles en los mercados interno y externo.*

Crónicas sobre temas financieros.

En el terreno financiero, con independencia de las colaboraciones de AFI a las que ya se ha hecho referencia, el presente número incluye dos amplias crónicas, sobre dos recientes acontecimientos.

El primero de ellos es la celebración en Madrid, durante los días 3, 4 y 5 de septiembre, del Séptimo Encuentro de Cajas de Ahorros Europeas, bajo el lema "Las Cajas de Ahorros europeas en el umbral de 1993". El encuentro ha constado de dos sesiones plenarias en las que se han ido abordando temas generales (el papel del Parlamento Europeo, la inestabilidad de los mercados financieros, el futuro de la red de Cajas de Ahorros Municipales y regionales, y la respuesta de las Cajas al reto del espacio financiero único europeo) y una serie de grupos de trabajo y reflexión sobre aspectos básicos de las Cajas de Ahorros (dimensión, expansión territorial, identidad, estrategia y cooperación). De estos diversos aspectos encontrará el lector referencia en la crónica del encuentro elaborada para "Cuadernos de Información Económica".

Por otra parte, en la semana del 7 al 11 de septiembre, la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, en colaboración con la Federación Vasco-Navarra de Cajas de Ahorros, celebró un seminario dentro de los Cursos de Verano de la Universidad del País Vasco en San Sebastián, sobre la financiación de la empresa vasca. La oportuna crónica que se recoge en este número ofrece a los lectores una síntesis de las principales conclusiones obtenidas a lo largo de las sesiones del Seminario.

El tema del mes: la economía del Arco Mediterráneo.

Acaba de aparecer el número 11 de la serie de "Papeles de Economía Española" dedicada al estudio de la Economía de las Comunidades Autónomas.

En esta ocasión, el número adopta una óptica distinta de la que venía siendo tradicional, ya que el estudio abarca el denominado "Arco Mediterráneo", cuya extensión desborda el ámbito de una sola comunidad autónoma y discurre por las comunidades de Cataluña, Valencia, Murcia y Andalucía incluyendo al archipiélago de Baleares.

Se trata del eje de desarrollo económico español más dinámico, con crecimiento superior a la media española y con claras perspectivas -por su dinamismo y conexión con los ejes de crecimiento de la Europa comunitaria- de acentuar su naturaleza de principal soporte del desarrollo económico de España.

El citado número de "Papeles", que ha sido editado con la inapreciable colaboración de la Caja de Ahorros del Mediterráneo, fué presentado a los medios de comunicación y al público interesado en los locales de la Caja en Alicante. En el acto de presentación intervinieron el Profesor Fuentes Quintana, que enmarcó el crecimiento económico del Arco Mediterráneo dentro de la evolución económica de las diferentes comunidades autónomas y el Profesor Andrés Pedreño (coordinador del número), que expuso los rasgos y problemas

básicos de la economía del Arco Mediterráneo.

El número se caracteriza porque los distintos artículos y colaboraciones que lo integran han sido elaborados por profesores y expertos de las diferentes comunidades que integran el Arco Mediterráneo. Constituye, por tanto, una visión desde dentro de las posibilidades y limitaciones del Arco Mediterráneo como eje básico del desarrollo económico español.

Información bibliográfica.

El contenido de este número 66 de "Cuadernos de Información Económica" se completa, de una parte, con el resumen de la información más relevante de la prensa internacional que, pese a su habitual signo variado, se concentra en esta ocasión, como es lógico, en los temas relativos a la crisis del Sistema Monetario Europeo, y, de otra, con las sugerencias bibliográficas del mes, que en este número aparecen especialmente nutridas. Cuatro obras se ofrecen a la consideración de los lectores:

** La primera de ellas, muy en línea con el contenido de este número de Cuadernos, es la obra "España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht", que recoge el texto de las intervenciones de siete miembros de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas (Alonso Olea, Areilza, Fuentes Quintana, Rojo, Sánchez Asiain, Truyol y Velarde) en un ciclo de conferencias realizado, sobre este tema, por la Fundación Ramón Areces.*

La obra constituye un documento de gran interés para quien quiera acercarse con rigor a los temas de la Unión Europea en su dimensión política y económica. El libro contiene un útil anexo que analiza el proceso de integración europea realizada por Juan Pérez Campanero.

** La segunda es una recopilación de los escritos económicos de Laureano de Figuerola, uno de los grandes reformadores políticos liberales del siglo XIX con estudio preliminar del Profesor Francisco Cabrillo, dentro de la colección "clásicos del pensamiento económico español" que edita el Instituto de Estudios Fiscales.*

** En tercer lugar se comenta la obra de Manuel Aragón Reyes, Rafael García Villaverde y Alfonso Santamaría Pastor sobre el tema de régimen jurídico de las Cajas de Ahorros.*

La obra, editada por la Caja de Ahorros de Madrid, constituye un auténtico manual del Derecho regulador de estas entidades en sentido amplio.

** Finalmente, se recoge en este número de "Cuadernos" un comentario sobre la reciente publicación INE de la serie enlazada de Contabilidad Nacional del periodo 1964-1991, con base en 1986.*

Esta publicación, aunque no incluye el desglose de los datos de los sectores institucionales, contiene una información muy valiosa que permitirá a los analistas y estudiosos utilizar los datos agregados de la Contabilidad Nacional, sin el problema de homogeneización de las series que los diferentes cambios de base practicados introducía en el manejo de los datos hasta ahora disponibles.

Las "Noticias de Libros" completan la información bibliográfica. Destaquemos, entre

ellas, por su importancia para el análisis monetario y financiero, las reformas practicadas en el Boletín Económico y en el Boletín Estadístico del Banco de España.

El interés por la información que contienen ha llevado a "Cuadernos de Información Económica" a solicitar del Jefe de la Oficina de Estadística del Banco, Rafael Alvarez Blanco, un comentario sobre los objetivos de los cambios realizados y cómo se enmarcan éstos en la línea de información que pretende de cara al futuro el servicio estadístico del Banco de España.

"Cuadernos" agradece esta información complementaria que será, sin duda, de interés para los muchos usuarios de estas insustituibles publicaciones del Banco de España.

Premio de Economía "Rey Jaime I", 1992.

El presente número de "Cuadernos" se cierra con la noticia de la concesión del Premio de Economía, Jaime I, patrocinado por la Generalidad de Valencia y la Fundación Valenciana de Estudios Avanzados, que, en su segunda edición, trata de premiar las aportaciones al conocimiento y desarrollo de la Economía de la Empresa en España.

Los galardonados han sido los profesores Alvaro Cuervo y Vicente Salas, ambos colaboradores habituales de la Fundación FIES, a quienes "Cuadernos de Información Económica" quiere brindar desde estas páginas el testimonio de su felicitación y aprecio.

ECONOMIA ESPAÑOLA

LAS TRES COORDENADAS DEL OTOÑO DEL 92

*Enrique Fuentes Quintana
Victorio Valle Sánchez
Julio Alcaide Inchausti*

EL OTOÑO CRITICO DEL 92.

La llegada del otoño del 92 registra una invasión de las dificultades económicas que han poblado y dominan, en primer plano, la escena española. Unas dificultades que manifiestan con diaria y clamorosa claridad los indicadores disponibles en el marco nacional y se registran en la realidad más próxima y más actualizada del quehacer diario de las empresas.

En el marco nacional los datos revelan ante todo, mes a mes, una desaceleración perceptible y acusada de la producción en todos los sectores (agricultura, industria, construcción y servicios) que caminan, irreversiblemente, hacia valores que apenas llegan al 1%, cada vez más distanciados de las previsiones oficiales de comienzos de año (3%) y de los que la economía española consiguió aún en el primer trimestre de 1992 (2,3%) que parecían prometer un ejercicio que repetiría, al menos, los resultados hoy lejanos de 1991 (2,4%). Esos pobres resultados productivos han resonado con fuerza en el frente del empleo, el más preocupante de los indicadores de la economía española, en el que las cifras disponibles apuntan a una pérdida de más de 200.000 empleos a lo largo de 1992, lo que elevará la tasa de paro que podría alcanzar el 19% de la población activa a finales de año. Mientras la producción y el empleo caen, los desequilibrios de la economía -que condicionan su futuro- no se reducen. Las tasas de inflación se asientan firmemente en la meseta elevada del 6%, distante de la mejor inflación europea en cerca de 3 puntos porcentuales. El desequilibrio de la balanza de pagos acusa, también, valores elevados que aumentan en más del 70% los registros negativos de un año antes. El déficit público, en fin, manifiesta en sus resultados mensuales un deterioro progresivo derivado de un aumento de los gastos públicos que, en sus últimos resultados disponibles, triplican con exceso (17,5%) obligaciones reconocidas los aumentos conseguidos en los ingresos públicos (5,5%), caminando así hacia un déficit elevado del orden del 5/6% del PIB. Un déficit público que añade, a los efectos adversos que provoca su elevada cuantía, los problemas y dificultades de su financiación, dada la quiebra de confianza en los mercados de deuda pública, lo que ha ido acumulando un endeudamiento público creciente, a lo largo del año, pendiente de nuevas emisiones en el Banco de España y que superará, al fin del ejercicio, los 3 billones de pesetas.

Las noticias que llegan de la realidad más próxima y actualizada de las empresas corroboran la crisis de los beneficios -ya apuntada claramente en 1991- que retrae la realización de las inversiones y la demanda de empleos.

Este otoño crítico en el que estamos instalados ha ganado para la economía una atención pública generalizada y una preocupación y creciente pesimismo que han traducido con su habitual nerviosismo los mercados de cambios y las bolsas de valores.

Como toda etapa crítica ésta del otoño del 92, en la que estamos instalados, ha ocasionado la presencia perturbadora de dos fenómenos sociales y políticos coincidentes. En primer lugar, la conjugación generalizada de los problemas económicos en tercera persona del plural y su utilización como instrumento de lucha social y política. Para cada grupo económico o social, para cada partido político, son *ellos* -es decir, los demás- los que han causado la situación de crisis y en la denuncia de esas culpas y en su imputación ajena se buscan los argumentos con los que explicar los males que padecemos sin que para estos problemas se investiguen y encuentren soluciones constructivas. No hay un reconocimiento público de la responsabilidad de todos en una situación crítica y compleja como la presente y se elude la obligación prioritaria de encontrar soluciones operativas y eficientes a los problemas económicos con los que nos enfrentamos que tienen que tejerse con la aportación insustituible de la cooperación social y política de todos los ciudadanos. Los problemas económicos que padecemos nos dividen y nos enfrentan sin buscar la unión y el consenso para resolverlos. En segundo lugar, la carencia de un diagnóstico sobre la situación crítica propende a abrir las puertas a las soluciones y proclamas arbitristas. Se pide, con frecuencia y con pasión, un "cambio radical en la política económica" sin que se concreten ni se sepan las medidas en que ese cambio podría consistir pero que, en todo caso, descalifican totalmente las medidas que integran la política económica con la que contamos sin proponer ninguna otra alternativa.

Obviar los peligros de una división social y política ante la crisis económica del otoño del 92 y marginar las soluciones arbitristas que la agravarían constituye la primera exigencia para afrontar sus problemas. Una exigencia que obliga a conocer lo que nos pasa con el apoyo de las informaciones disponibles y con la ayuda de la lógica económica. Este deber de hallar un diagnóstico de la situación económica actual constituye el deber prioritario de la sociedad española en el complicado otoño del 92. Y es a ese deber al que intentan responder las reflexiones que desarrolla este trabajo.

LAS TRES COORDENADAS DEL OTOÑO DEL 92.

En su primer discurso del nuevo Gobernador del Banco de España ante el Consejo General, afirmaba con acierto que cualquier intento de entender el difícil momento económico que vivimos exigía situarlo en las tres coordenadas que lo definen: la etapa de recesión intensa y prolongada de la economía mundial, las dificultades previsibles y los obstáculos inesperados que afronta hoy el proceso de integración europea en el que estamos comprometidos y los males propios que padece la economía española.

En esas tres coordenadas -definidas por el Gobernador del Banco de España en el verano del 92- discurren los acontecimientos con los que los españoles nos enfrentamos en este otoño económico crítico, agitado y preocupante que hemos comenzado a vivir y padecer. Y es por el análisis de esas tres coordenadas que definen nuestra situación por las que debe iniciarse el diagnóstico de los problemas que nos afectan. Sin saber donde estamos situados es imposible elegir, con deseable fortuna y la necesaria voluntad social y política, nuestro destino.

LA RECESION INTENSA Y PROLONGADA DE LA ECONOMIA MUNDIAL

El ejercicio de comprender y valorar la situación económica española debe partir hoy de conocer con precisión el momento por el que atraviesa la economía mundial. Es ésta una premisa que se afirma en el profundo cambio registrado en las interdependencias de España con el exterior desde la llegada de nuestra democracia. En efecto, es evidente la importancia cuantitativa actual de las corrientes de bienes, servicios y capitales en la producción española. Nuestra economía era en 1975 la más cerrada de Europa: el total de sus intercambios significaban apenas el 35% del PIB. A finales de 1991 ese valor excedía el 70% del PIB. Esa importancia de la coyuntura exterior como condicionante de la situación económica interior la manifiestan la

Íntima asociación que revelan los movimientos de los valores de sus agregados económicos y las decisivas funciones que las relaciones con el exterior desempeñan en nuestro comercio, en nuestras inversiones y en la financiación de nuestros procesos productivos. Es esa interdependencia la que explica que la marcha de la coyuntura económica española inscriba su fase de recuperación (1985-89) dentro de la que vivió la economía mundial y que la etapa más próxima de desaceleración económica, que se inicia a partir de 1989 en España y continúa en 1992, se corresponda con la que las economías occidentales desarrolladas han registrado en esas mismas fechas.

El trabajo del profesor Raymond -que se incluye seguidamente en este número de "Cuadernos"- trata de aproximarse a este hecho a través de una *triple interdependencia*. En primer lugar, comprobando el papel del movimiento cíclico de la economía de Estados Unidos -apreciado por el comportamiento de las variaciones del PIB y de la formación bruta de capital fijo- en su relación y condicionamiento de las variaciones registradas en la economía de la Comunidad Europea. Las observaciones disponibles parecen afirmar el liderazgo económico de los Estados Unidos, tanto en el proceso de recuperación como en la desaceleración del último movimiento cíclico (1983-1991). En esa larga etapa es el comportamiento cambiante de la economía estadounidense el que ha contribuido a arrastrar a las economías europeas. En segundo lugar, se comprueba, asimismo, la interdependencia del comportamiento cíclico de la economía de Alemania con el de la Comunidad Europea. Una interdependencia que manifiesta el papel de "locomotora" de la economía alemana de las distintas economías de los países comunitarios. La tercera interdependencia analizada es la del ciclo de la Europa Comunitaria y el que ha caracterizado a la economía española. Los datos disponibles testimonian que, tanto la etapa expansiva de la economía española (1985-1990) como la de la desaceleración -que se inicia a finales de 1989- se inscriben en la onda cíclica de la economía europea, con la peculiaridad de que los componentes cíclicos revisten mayor intensidad expansiva o desaceleradora en el caso de la economía española pero reflejando idénticas fases para la Comunidad Europea y España.

Es esta triple interdependencia la que concede una importancia difícil de exagerar al conocimiento de la evolución económica de los grandes países occidentales como condicionante del presente y del futuro comportamiento de la economía española.

Cuando se contempla esa evolución de los grandes países industriales, a lo largo de 1992, su rasgo dominante ha sido el aplazamiento sucesivo de una recuperación anunciada. Hace sólo unos meses los pronósticos generalizados y compartidos coincidían al contemplar un panorama prometedor para el año actual. Ese pronóstico combinaba la pérdida de ritmo de las economías de dos de las locomotoras de la economía mundial -Alemania y Japón- con la recuperación de las economías anglosajonas (Estados Unidos, Canadá y Gran Bretaña). De esa combinación saldría la recuperación esperada y prevista que llegaría a la economía mundial en 1992. Sin embargo, los indicadores registrados en el transcurso del año no han confirmado este pronóstico, obligando así a diferir la llegada de la esperada recuperación económica. Hoy se habla de la primavera o del otoño del 93, por los más optimistas, como las fechas de la llegada de esa recuperación esperada y hoy también se comprueba que esa pausa en el crecimiento del 92 tiene motivos profundos que no apreciaron en toda su importancia y a su tiempo los pronósticos disponibles. Esos motivos afectan a las tres grandes economías occidentales y condicionan la coyuntura mundial en 1992. Esos motivos son: el peso del endeudamiento de Estados Unidos, las consecuencias de la reunificación en Alemania y la situación del sistema financiero en Japón.

El papel central de la economía de Estados Unidos obliga a conceder una atención prioritaria a los problemas de su recuperación. Los últimos datos disponibles ofrecen tasas de crecimiento del PIB que no superan, para el primer semestre del año, el 1,4% a causa de la resistencia de la demanda para impulsar significativamente el crecimiento de la producción. Y ello a pesar de que las autoridades americanas han intentado utilizar intensamente la única política a su alcance: la monetaria a través de una reducción continua de los tipos de interés. Los tipos de interés a corto plazo son, desde hace algún tiempo, inferiores a la

inflación. Es decir, que se cuenta con tipos negativos de interés como factor decisivo para impulsar el crecimiento económico. En contra de lo esperado, esa decisión firmemente mantenida por la Reserva Federal no ha conseguido la recuperación económica anunciada. Que esa política monetaria era la única accesible equivale a afirmar que la política presupuestaria resultaba inaplicable por los déficit históricos que se habían acumulado en la fase previa de auge de la era Reagan que convirtió a Estados Unidos de principal país acreedor de la economía mundial en el más endeudado, un comportamiento que agotaba el instrumento de la política presupuestaria en la etapa de inquietante estancamiento actual.

La pregunta clave de la coyuntura estadounidense es: ¿por qué la recuperación económica no cobra el vigor deseado por la política monetaria?. Esa pregunta tiene hoy una respuesta mayoritaria: el peso del **endeudamiento acumulado** en la fase anterior de expansión por los distintos agentes de la economía. La economía de los Estados Unidos está dominada en la actualidad por un proceso de saneamiento financiero para corregir su endeudamiento exterior, proceso que no impulsa sino que debilita el crecimiento económico actual.

Esa tarea de saneamiento financiero afecta al comportamiento de todos los agentes de la economía estadounidense que se apoyan en el instrumento de la baja de los tipos de interés para realizarla. La mala estructura financiera de las familias limita sus gastos de consumo y trata de corregirse con la reducción y reestructuración de su endeudamiento que posibilitan los menores tipos de interés. Las empresas, endeudadas también y con expectativas poco favorables en los negocios, no invierten y aprovechan las mejores condiciones financieras que definen los menores tipos de interés para reducir sus préstamos y mejorar la estructura de sus balances. Los bancos e intermediarios financieros tratan de reconstruir sus fondos para mejorar la provisión de sus créditos dudosos acumulados en la fase de auge anterior, no repercutiendo íntegramente en sus intereses para las operaciones activas la reducción de los tipos de interés realizada por la Reserva Federal. En definitiva, pues, y con el propósito de recuperar su sanidad financiera, los consumidores no realizan mayores gastos de consumo, las empresas invierten tímidamente y los bancos e instituciones financieras se resisten al aumento de los créditos. En estas condiciones, no cabe esperar transmisiones rápidas e importantes sobre la producción de la política monetaria expansiva practicada por la Reserva Federal.

A esos efectos apagados de la política monetaria expansiva sobre la vida económica se añaden los ocasionados por otros factores como son: la reducción de los gastos de defensa, la crisis inmobiliaria, la necesidad de bancos e intermediarios financieros de fortalecer sus coeficientes de solvencia y la incertidumbre adicional que supone la celebración, en condiciones de fuerte competencia, de las próximas elecciones presidenciales.

La suma de todos esos factores explica las vacilaciones en la marcha productiva de la economía de Estados Unidos y que no pueda esperarse, en el actual ejercicio, la anunciada y deseada recuperación.

La segunda de las grandes economías occidentales, condicionante de la coyuntura española de 1992, es la de Alemania. Los análisis de la economía alemana -en especial, los realizados por el competente Instituto de Economía Mundial de Kiel- diferencian dos etapas separadas por el proceso de reunificación. Los años 1982-1989 están dominados por la consolidación del Presupuesto. En 1982 la economía alemana padecía un déficit público que constituía un factor negativo para la opinión generalizada de los ciudadanos cuya condena estuvo presente en la ruptura de la coalición del Partido Liberal (FDP) y los socialdemócratas del SPD y que constituyó la base del triunfo electoral de Helmut Kohl. Poner orden en el Presupuesto constituyó el objetivo del nuevo gobierno y del primer Ministro de Hacienda, Gehrard Stoltenberger. Las reformas presupuestarias realizadas en la etapa 1982-1989 redujeron el gasto público y aligeraron -en varias etapas- la presión fiscal. Esta política presupuestaria tuvo, sin embargo, sus debilidades en dos frentes: las subvenciones públicas a la agricultura, a la minería del carbón y a las empresas públicas deficitarias que no se redujeron en la cuantía

necesaria y el ritmo de privatizaciones y desreglamentación que resultó excesivamente lento, todo ello con costes evidentes para el futuro desarrollo económico alemán.

Esta situación cambió radicalmente en la reunificación alemana a partir de 1989. Todas las economías de gasto realizadas en la primera etapa del gobierno Kohl fueron empleadas con lo que la situación del Presupuesto volvió al punto de partida de los años 80. La explosión de los gastos públicos, ocasionados por las condiciones políticas y económicas en que se realizó la reestructuración del Este, volvía a plantear el problema de la consolidación del Presupuesto para impedir que el aumento del gasto y el déficit públicos elevaran la presión inflacionista que se registraba en el proceso de expansión económica.

Este comportamiento expansivo e inflacionista de la economía alemana la convirtió, pese a sus problemas internos, en el motor del desarrollo en los dos últimos años de las economías europeas y, muy especialmente, de la economía española cuyas exportaciones al mercado alemán constituyeron una fuerza importante de nuestro crecimiento económico interno. Era evidente, sin embargo, que esa expansión desequilibrada de la economía alemana no podía durar en un país que ha convertido a la inflación en un mal sentido profundamente por todo el país desde los tiempos lejanos de la primera posguerra mundial. Y del restablecimiento de la estabilidad económica y el control de la inflación se encargaría el Bundesbank cuya contundente política monetaria, manifestada en los tipos de interés elevados, se pondría al servicio de ese objetivo permanente de la política alemana. Esa elección de la política monetaria y de los elevados tipos de interés como instrumento de estabilidad económica y el abandono de una mayor consolidación presupuestaria, exportaba sobre el resto del mundo y especialmente sobre los países europeos, ligados a través del Sistema Monetario Europeo, el coste del proceso de reunificación. Una elección semejante a la realizada por los Estados Unidos para exportar la carga de su desarrollo a comienzos de los años 80 a través de la elevación de la cotización del dólar.

Las consecuencias de esas decisiones en las que ha culminado el proceso de reunificación alemana se han registrado, en primer lugar, en una rápida desaceleración de la actividad económica interna en 1992. Durante el segundo trimestre el PNB registró un crecimiento nulo (frente al 2% en el trimestre anterior) con lo que la tasa de crecimiento interanual se situaba en el 0,6%. La causa de esa desaceleración productiva se encuentra en una reducción de la demanda interna, en particular de la inversión pero también del consumo. La política monetaria restrictiva del Bundesbank ha dejado sentir sus consecuencias también a través del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo sobre la situación económica de otros países europeos y ha afectado, de manera importante, a la estabilidad de los mercados de cambios.

La situación económica de Japón tampoco alienta las esperanzas de recuperación en 1992. La causa está aquí en las perturbaciones del sistema financiero ocasionadas por las cotizaciones excepcionalmente elevadas de los mercados de valores y los precios del sector inmobiliario tras la ola especulativa de los años 80. El intento de las autoridades japonesas de lograr las cotizaciones más realistas en estos mercados ha provocado una disminución notable en el ritmo de actividad económica. Esa desaceleración productiva ha discurrido paralelamente a la demanda interna, pese a la reducción de los tipos de interés decretada en el verano y al plan presupuestario aprobado en junio y completado en agosto.

Esos tres comportamientos de las grandes economías occidentales -saneamiento financiero en los Estados Unidos, consecuencias de la reunificación alemana tratada con la política monetaria estricta del Bundesbank, perturbaciones del sistema financiero japonés- explican la coyuntura económica mundial de 1992 dominada por la espera de la recuperación que no llegará -contra lo pronosticado- en el año actual sino que quedará aplazada para próximos ejercicios. Una espera que condiciona la marcha de la economía española en el año actual. Como se afirmaba en el último número de julio-agosto de "Cuadernos de Información Económica": "olvidar esta realidad de la economía internacional predicando la posibilidad de alejarnos radicalmente de esas cifras del balance de la economía de los países industriales, equivale a caer en un provincianismo ignorante y demagógico del que sólo puede obtenerse el descrédito de quien lo proclama y la desilusión de quienes

crean en esas promesas imposibles. La economía internacional vive tiempos difíciles que es preciso conocer para diseñar conductas posibles e inteligentes de la política económica que traten de lograr en ese contexto de dificultades, los mejores resultados posibles".

DIFICULTADES DEL PROCESO DE INTEGRACION EUROPEA Y SUS CONSECUENCIAS.

La segunda referencia para entender la situación económica española es la de contabilizar las consecuencias que, sobre ella, está ocasionando la marcha de la integración europea.

El 7 de febrero de 1992 se firmaban solemnemente los Acuerdos negociados en Maastricht en diciembre de 1991, abriéndose la etapa de su ratificación por los países comunitarios en un clima de esperanza y optimismo respecto del avance positivo que su contenido aportaba al proceso de integración europea. Leer en el otoño del 92 los comentarios de la prensa económica y las declaraciones políticas en los días que se concluyó el Acuerdo, causa sorpresa por el cambio imprevisto que después se ha producido y cuyas consecuencias abrirían la grave crisis de los mercados de cambios y de valores iniciada en septiembre y que dista de haberse cerrado aún. El punto de inflexión de la marcha del proceso de integración europea cuenta con dos fechas decisivas: el 3 de junio con los resultados negativos del previsto referéndum danés y la polémica previa y los resultados positivos que han acompañado al referéndum imprevisto y afirmativo francés del 20 de septiembre. Estos dos acontecimientos provocarían un cambio fundamental en la coyuntura económica del 92 que hoy estamos viviendo. La diferencia radical entre la primera y la segunda parte del año actual, desde el punto de vista de la integración europea, es tan importante a largo plazo como pródiga en consecuencias económicas a corto plazo sobre la actual coyuntura de los distintos países y, por supuesto, de España.

La gran innovación de los Acuerdos de Maastricht fue la de poner fechas, definir condiciones y programar las instituciones para realizar la Unión Monetaria Europea. Desde la firma de los Acuerdos se supo que el cambio irreversible de las valutas europeas, a través de la creación de la moneda única (el ECU), llegaría a su plazo límite un año antes del fin del siglo (1999); que el ingreso de los países europeos comunitarios debería cumplir con unos criterios de convergencia definidos y cuantificados y que un banco central europeo interpretaría la política monetaria de la Unión.

Ese largo recorrido, diseñado en Maastricht, tenía que realizarse contando con tres puntos de partida:

1º) Un Sistema Monetario Europeo que establecía tipos de cambio fijos pero ajustables y que contaba con un historial pasado de vacilaciones y dificultades y con un presente más inmediato -desde 1987- en que las paridades de las distintas monedas integradas en el Sistema no habían sufrido modificación alguna, pese a las diferencias entre los comportamientos fundamentales de sus economías. Para compensar esta diversidad de situaciones económicas nacionales se había acudido a ocultarlas tras las elevaciones de los tipos de interés sin realizar las políticas fiscales y estructurales que precisaba la convergencia de esas economías con el fin de caminar hacia un tipo de cambio irrevocablemente fijo. Como ya se ha indicado, tampoco se había utilizado el realineamiento de paridades, permitido por el Sistema Monetario Europeo, en los últimos cuatro años. La consecuencia extrema de esta situación la manifestaba la que se denominó *paradoja de los tipos de interés* en cuya virtud las monedas más débiles del Sistema Monetario, atendiendo a sus datos fundamentales, presentaban una mayor apreciación debido a la aplicación de tipos de interés más elevados que aseguraban a los capitales invertidos en esas economías una rentabilidad sustancial bajo el supuesto del mantenimiento de los niveles de las cotizaciones de las distintas divisas. La aprobación del Tratado de la Unión Europea y el futuro de un tipo de cambio irrevocablemente fijo en el que se fundamentaba, parecía prolongar la creencia en la firmeza de los cambios en los meses inmediatos a su firma.

2º) Sin embargo, la aplicación de los criterios formales de Maastricht para formar parte de la Unión Monetaria permitió comprobar las considerables distancias que separaban a las economías de muchos países comunitarios de la posibilidad de formar parte de la misma. Un Apéndice a este trabajo ofrece el valor de estos indicadores de Maastricht en el ejercicio de 1991 y en el actual de 1992. Como puede comprobarse por su lectura, en 1991 sólo cuatro de los doce países comunitarios cumplían con los criterios orientativos fijados por el Tratado para formar parte de la Unión Monetaria y en 1992 solamente dos países. Y, lo que es más importante: la lejanía de muchas economías europeas de los valores de esos criterios de Maastricht era muy considerable. Todo ello manifestaba que, si la convergencia constituía un requisito básico para vivir bajo un tipo de cambio irreversiblemente fijo que suponía la Unión Monetaria, existían muchas economías que estaban lejos de esas posibilidades aunque, de hecho el sistema monetario estuviera aplicando tipos de cambio sobre las distintas valutas de Europa que no habían realineado sus paridades por el comportamiento de sus datos fundamentales que ahora contaban con el buen comprobante de los criterios de Maastricht para juzgar y valorar esa falta de alineación. Una firme política de convergencia, tanto más firme cuanto más divergentes fueran sus datos, sería necesaria en muchos países europeos para estabilizar el tipo de cambio. Una política de convergencia que debería aplicarse en una situación de clara desaceleración de las distintas economías nacionales lo que aumentaba las dificultades de su aplicación. La *credibilidad* en la aplicación de estas políticas de convergencia por los mercados de cambio y de valores resultaba fundamental para mantener sus cotizaciones y evitar su derrumbamiento.

3º) Una fuerza adicional, no contabilizada en todo su vigor a tiempo por la política económica de muchos países europeos, era la que añadieron la Directiva Comunitaria de 24 de junio de 1989 que establecía la plena libertad de movimientos de capitales que se aplicaría a los países comunitarios desde 1991 y la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria que establecía la libre prestación de servicios financieros. Estas dos Directivas definían el *espacio financiero europeo integrado*, cuyo funcionamiento necesitaba *indispensablemente la Unión Monetaria*. Esta conclusión gozaba de reconocimiento general y a ella se referiría, en un tono especialmente dramático, el profesor Rojo en su intervención en las XVIII Jornadas del Mercado Monetario en mayo de 1991: "La Unión Monetaria aparece como un destino insoslayable como consecuencia de la construcción de un espacio financiero integrado con libre prestación de servicios financieros y libertad plena de movimiento de capitales". El motivo de ese "destino insoslayable" hacia la Unión Monetaria se derivaba de los importantes elementos de inestabilidad monetaria y cambiaria que aportaba el espacio financiero integrado, dado el formidable aumento del volumen de capitales dispuestos a desplazarse entre activos y monedas en el ámbito europeo, respondiendo a diferenciales de intereses y expectativas cambiantes y dadas las numerosas e importantes innovaciones que dificultaban la práctica de una política monetaria. Esos elementos de inestabilidad -concluía el profesor Rojo- "podían revestir la importancia suficiente para imponer, incluso, un retroceso en el proceso de integración". Palabras proféticas que los acontecimientos cambiarios de septiembre de 1992 vendrían a confirmar.

Los acontecimientos que siguieron al "no" danés y que precedieron al "sí" francés al Tratado de Maastricht son una consecuencia directa -y casi programada- de las tres premisas anteriores. En efecto, el clima creado en el proceso de integración europea fue cargándose, desde junio, de importantes y crecientes elementos de incertidumbre que convertían en problemáticos, en su realización, a los severos programas de convergencia que precisaban algunos países para su ingreso en la Unión Monetaria, de forma que la vuelta a juzgar a la situación de cada economía nacional por los datos fundamentales, constituía una realidad cada vez más presente en los mercados de cambios y de capitales.

Esta apreciación de los hechos alimentaba una capacidad especulativa potencial formidable ya que, de una parte, contaba con la fuerza de unos capitales plenamente liberados en sus desplazamientos de cuantía

sin precedentes y con la cotización de unas monedas artificialmente sostenidas por el dopaje de unos tipos de interés elevados pero con unos cambios frágiles si se atendía, como reclamaba el imperativo de los acontecimientos, a los datos fundamentales de las economías que estaban detrás de esas unidades monetarias. Quedaba, como una única garantía para limitar esa especulación potencial, la cooperación que pudiera realizarse entre los países integrados en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Y ésta es justamente la que se ha revelado como la gran debilidad por los acontecimientos de septiembre.

El calendario económico de septiembre está poblado de fechas -casi diarias- que registran una especulación de una violencia sin precedentes en los mercados de cambios. La tormenta monetaria se iniciaba en los países nórdicos en los primeros días de septiembre: el marco finlandés (teóricamente ligado al Sistema Monetario Europeo) caería precipitadamente el día 8 mientras que las monedas de los países escandinavos serían atacadas con intensidad obligando al Banco de Suecia -el 9 de septiembre- a elevar su tipo de intervención hasta el nivel -récord en 300 años- del 75%. Ese día la especulación barría los mercados de la lira obligando a elevar los tipos de interés hasta el 20,8%, sin que ello evitara su caída al límite inferior de su banda de fluctuación dentro del Sistema Monetario Europeo, situación compartida por la libra esterlina. El 13 de septiembre la lira se devaluaba en un 3,5% y, el 14, el Bundesbank (bajo la sospecha de una presión política poco aclarada) acordaría disminuir en un cuarto de punto su tipo de interés más significativo (el Lombard), un gesto que se consideraba el último -y así lo ha sido hasta hoy 5 de octubre- para contribuir al sostenimiento de los mercados de cambio. La especulación continuó, sin embargo, con la libra y la lira como monedas más débiles, obligando al Banco de Inglaterra a elevar -quizás tardíamente- sus tipos de interés el 16 de septiembre, sin éxito alguno dada la pérdida de confianza que manifestaban los mercados de cambios. Día histórico en este proceso sería el 17 de septiembre en que se convocó la reunión del Comité Monetario de la CE en sesión que se iniciaba a las 11 de la noche y concluía a las 6 de la madrugada y que adoptaría dos decisiones fundamentales: la salida de la libra y la lira del Sistema Monetario Europeo y la devaluación de la peseta en un 5%. Ese mismo día señalaría el comienzo de la oleada especulativa sobre el franco francés y supondría, inicialmente, una pérdida importante de sus reservas para estabilizar su cotización. El resultado afirmativo del referéndum en Francia del 20 de septiembre no aplacó, sino que intensificó la especulación sobre el franco. El Comité Monetario del día 21 de septiembre no aportó medida alguna para despejar el horizonte. El día 22 se celebró la reunión Kohl-Mitterrand con acuerdos que sólo revelará el transcurso del tiempo pero con la promesa firme de cooperación del Bundesbank para afirmar el cambio del franco francés, convertido en el gran (¿único?) objetivo de la cooperación monetaria europea. Francia hubo de aceptar a cambio la elevación -no deseada- de los tipos de interés a corto plazo desde el 10 al 11,5%. A partir del día 18 de septiembre estallarían el serio conflicto entre el gobierno británico y el Bundesbank, formalmente motivado por las indiscreciones del Bundesbank sobre las paridades convenientes de las distintas monedas del Sistema Monetario Europeo. Estas informaciones, confidenciales o no, del Bundesbank añadían un factor psicológico a la inestabilidad de los mercados de cambios, singularmente importante en las condiciones de nerviosismo y sensibilidad extremas que los conmocionaban. El 23 de septiembre -y tras la fuerte especulación en torno a la peseta- el Banco de España decidió establecer medidas de intervención en los mercados de cambios con cuyo confesado carácter provisional se trataba de ganar el tiempo preciso para que el Sistema Monetario Europeo pudiera adoptar decisiones eficientes con el fin de afirmar las cotizaciones y reforzar la cooperación de los distintos países. En esas medidas de intervención insistirían, también, Portugal e Irlanda en los días siguientes. El 28 de septiembre se reuniría el ECOFIM que se limitaba a reafirmar, en un comunicado decepcionante, su confianza en el Sistema Monetario Europeo pero sin que se adoptase decisión positiva alguna para lograrlo. Obviamente, la especulación ha continuado y los mercados de cambios en los últimos días de septiembre con la única buena -aunque provisional- noticia de la mayor estabilidad en la relación marco-franco francés que parece constituir una condición clave para decisiones ulteriores que afecten al funcionamiento del Sistema Monetario Europeo y al resto de las monedas que en él están integradas y con la mala noticia para la economía española, recibida justamente el día 30 del servicio de la agencia Moody's, sobre la posible recalificación a la baja de la Deuda Pública del reino de España (el texto literal de esta comunicación, difundido con algunas inexactitudes por la prensa española puede encontrarlo el lector como

Apéndice a este trabajo). Esa propuesta recalificación derrumbaría el mercado de deuda externa de España en los primeros días de octubre, incorporando así un problema adicional para la economía española.

Es evidente que la actual inestabilidad del mercado de cambios y la crisis de los mecanismos de cooperación del Sistema Monetario Europeo en que han concluido las dudas y vacilaciones del proceso de integración, se ha convertido en el problema económico español más importante. Alargar la inseguridad actual de los mercados de cambios no afecta sólo a los intercambios comerciales, condiciona asimismo el nivel de los tipos de interés con sus múltiples consecuencias sobre el proceso económico y se manifiesta, en fin, en la fluidez de las corrientes de capitales exteriores de presencia obligada para suplir la grave deficiencia del ahorro interno.

La situación de la peseta al llegar la tormenta monetaria de septiembre era especialmente delicada por tres motivos: 1º) Por su sobrevaloración, insistente y quizá imprudentemente denunciada por grupos empresariales y sectores políticos. 2º) Por la audaz decisión española de adelantar en un año la libertad de movimiento de capitales, lo que abría las puertas al desplazamiento de capitales facilitados a la operativa bancaria desde el 1 de febrero de 1992. 3º) Por el peso excepcional de la Deuda Pública exterior (en posesión de no residentes) que la habían convertido en una vía fundamental de la financiación de nuestro déficit público. Ha sido el despliegue de las consecuencias de esas tres causas la que nos da cuenta de los problemas que hoy padecemos y que distan de haberse resuelto todavía.

En primer lugar figuraba un tipo de cambio de la peseta de cuya sobrevaloración, acumulada desde 1987, se quejaban los sectores exportadores y que, si se atendía a los indicadores convencionales de competitividad, se movía en torno a un 10/20% (ver Apéndice a este trabajo que incluye las estimaciones de la competitividad exterior de la economía española a través de distintos índices). Las repetidas demandas de los exportadores de un realineamiento necesario de los tipos de cambio que reconociera este hecho no fueron atendidas por un doble motivo: la actitud de los países del Sistema Monetario Europeo de no plantear ese problema aplazando su generalizada solución y el convencimiento de nuestras autoridades económicas de que, si las causas básicas de esa pérdida de competitividad de la economía española que se hallaban en el aumento de precios y costes no se corregían, la devaluación de la peseta no haría otra cosa que agravar el problema al traducirse en una mayor inflación futura. De este último hecho, la economía española contaba con una larga experiencia que probaba la indiciación inmediata de las rentas y los precios españoles ante una corrección del tipo de cambio. Obviamente, la política alternativa a la devaluación consistía en atacar las causas que la sugerían: las elevaciones de costes y precios internos que contaban con el fuerte apoyo del déficit público y las rigideces de los mercados de bienes y de trabajo que garantizarían su aumento en el futuro como lo habían hecho en el pasado. Fue la creencia en la aplicación de esta política de ajuste, con sus inevitables componentes presupuestario y estructural, como la política española tomó la decisión de ingresar en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. En efecto, en junio de 1989, se afirmó que ese ingreso en el Sistema Monetario Europeo nos forzaría a adoptar esas políticas de corrección de la inflación y de la inestabilidad que no habíamos aplicado hasta entonces. El ingreso de la peseta en el Sistema Monetario Europeo se enfocaba, así, como un tónico de voluntad política para que España hiciera lo que debía: completar su política monetaria con la ausente política presupuestaria con la realización de las reformas estructurales a la que forzaba -más bien que invitaba- nuestra integración en Europa. Sin embargo, esa política económica coherente para nuestra integración europea no se realizó. En su lugar, se continuó con la práctica de una política monetaria que sostenía a golpes de tipos de interés las cotizaciones de la peseta, aplazando *sine die* las políticas que exigía nuestra convergencia con Europa. Ese aplazamiento de las políticas económicas que reclamaba nuestro ingreso en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y la pereza colectiva acumulada por los países integrantes del Sistema Monetario Europeo desde 1987 para realinear por los datos fundamentales de sus economías los tipos de cambio, son los motivos que han suministrado su fundamento primario a la tormenta padecida por la peseta a partir de septiembre.

El segundo punto de apoyo de la tormenta monetaria lo ofrecía el conjunto de operaciones que abría el Real Decreto de diciembre de 1991 y disposiciones complementarias que establecían la plena libertad del movimiento de capitales desde el 1 de febrero de 1992. Fue ésta una decisión audaz que se adoptaba -paradójicamente- al tiempo que se aprobaba el Presupuesto expansivo de 1992. Paradójicamente -se afirma- porque, mientras los datos fundamentales de la economía se debilitaban con una política presupuestaria que favorecía precios y costes mayores y, con ella, la sobrevaloración de la peseta, la liberalización de capitales abría las puertas a las posibles operaciones que apostasen por la debilidad futura del cambio de nuestra valuta. Esa precipitada liberalización de capitales, por no haberla hecho preceder por medidas políticas que saneasen previamente costes y precios internos, garantizaba la operación bajista de la peseta en cuanto el mercado atendiera a los datos fundamentales de la economía española como ha ocurrido en el mes de septiembre y obligaría a actuar en sentido contrario al liberalizador, tal y como ha sucedido con las disposiciones anti-especulativas e intervencionistas adoptadas recientemente por el Banco de España.

La tercera debilidad española, para afrontar la tormenta monetaria de septiembre, residía en el volumen de Deuda Pública a largo plazo en poder de no residentes. Este fuerte apoyo exterior a la financiación del déficit público permitió su cobertura con títulos a largo plazo que el ahorro interno no estuvo dispuesto a realizar. Los fundamentos de esa incorporación del capital exterior a la economía española residían en los elevados tipos de interés a que conducía la soledad de la política monetaria en las tareas de estabilización y en la confianza del mantenimiento del tipo de cambio de la peseta ya que se creía que éste ganaría con el tiempo los fundamentos de su estabilidad por la aplicación práctica de una política económica correcta. El mercado manifestaba así, con su comportamiento, la credibilidad precisa para la elevada cotización de nuestra unidad monetaria. Sin embargo, los hechos de septiembre descubrirían la debilidad de nuestra peseta y la necesidad de sostener su cotización con un retorno a medidas interventoras.

La pérdida de confianza en las paridades definidas por el Sistema Monetario Europeo ha hecho insuficientes las diferencias de los tipos de interés a traer o retener capital extranjero. La caída de la peseta estaba cantada en estas condiciones para el mercado de cambios y por ella han apostado, con intensidad, las corrientes liberalizadoras de capitales. Perder reservas → devaluar → perder más reservas... ha sido la cadena de los acontecimientos del mes de septiembre para la peseta, consecuencia de esa situación ya definida y cuya única alternativa sería un realineamiento general de paridades del Sistema Monetario Europeo. Pero si ese hecho no se producía a corto plazo, era preciso tratar de ganar el tiempo en su espera limitando las corrientes de capitales que podían especular a la baja de la peseta. Esta ha sido la lógica a la que ha obedecido la política del Banco de España cuyas circulares del 23 de septiembre trataban de buscar remedio a la caída en los mercados de la peseta por el camino de encarecer las corrientes de capitales con un sentido confesado de provisionalidad que testimonia la dulcificación de esas disposiciones el día en que estas páginas se cierran (5 de octubre).

La crítica que han levantado estas decisiones españolas ha sido general y muy ácida en determinadas opiniones, ligadas visiblemente a los intereses especulativos de los mercados. Es evidente que la única defensa de esas disposiciones españolas para limitar la caída de la peseta, reside en su confesada provisionalidad en el intento de esperar una nueva parrilla de paridades en el Sistema Monetario Europeo. Sin la adopción de esas criticadas decisiones del Banco de España, la peseta estaría ya fuera del Sistema Monetario Europeo con los costes consiguientes de depreciación y la incertidumbre que ha acompañado a las monedas que lo han abandonado. Es esa situación la que hay que comparar con el coste de la que se ha adoptado que es hoy evidente al haber afectado a la confianza de los mercados de Deuda Pública y otros activos españoles, lo que dificultará/encarecerá la financiación exterior de nuestra economía. Pero ¿se habrían obviado estas consecuencias con la salida de la peseta del Sistema Monetario Europeo, única alternativa a la adopción de las medidas restrictivas en el movimiento de capitales?.

En todo caso, la apuesta española lo ha sido a favor del tiempo necesario para que el Sistema Monetario Europeo consolide y refuerce su vacilante funcionamiento actual con el urgente y aplazado realineamiento general de las distintas monedas y el posible reforzamiento de los fondos de estabilización que han mostrado su debilidad en la tormenta monetaria que padecemos desde comienzos de septiembre. Esta apuesta española, en favor del asentamiento del Sistema Monetario Europeo, puede ser acertada o errónea según que los países europeos (y en especial el Bundesbank) se decidan o no a apoyarla. Lo que sí está claro es que, si el Sistema Monetario Europeo no se afirma, la Unión Monetaria resultará imposible y el camino hacia el Mercado Unico del 93 contará con un obstáculo de importancia decisiva. Apostar en contra de tanta irracionalidad parecía obligado y esto es lo que ha hecho el Banco de España a través de las decisiones adoptadas en septiembre y octubre.

LOS MALES PROPIOS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA.

A los problemas derivados de la coyuntura exterior y a las consecuencias monetarias que han acompañado al proceso de ratificación del Tratado de Maastricht, hay que añadir además, en tercer lugar, los problemas específicos de la economía española. Existen, sobre todo, problemas esencialmente internos que han venido larvándose en los últimos años y que pese a su reiterada denuncia, han ido adquiriendo una singular gravedad, ante la pasividad de su reconocimiento y solución.

Diez aspectos fundamentales caracterizan esa situación de dificultad interna de la economía española, que el cuadro⁽¹⁾ que se acompaña al final de este trabajo muestra como una preocupante radiografía de la realidad económica actual. Esos diez aspectos que definen la situación actual de la economía española son los siguientes:

Primero: La caída progresiva en la tasa de desarrollo de la economía.

Es perceptible la desaceleración del crecimiento económico a lo largo de 1992 y especialmente a partir del segundo trimestre. El perfil de la evolución económica del 92 es claramente decreciente. El primer trimestre arrojó una tasa de crecimiento ligeramente inferior a la del mismo período de 1991, aunque aún elevada (2,3 por cien frente a 2,7 por cien) y a partir de ahí el crecimiento ha ido experimentando una fuerte desaceleración. El gráfico adjunto recoge la evolución del Indicador General de Actividad Económica elaborado por el BBV. Dicho indicador muestra cómo a partir del tercer trimestre de 1989 la tasa de variación del índice de crecimiento anual inició una progresiva desaceleración que parecía flexionar en el cuarto trimestre de 1991 para caer en el segundo trimestre de 1992, con tendencia a desacelerarse aún más en lo que resta de año. Es posible que la aparente recuperación de la actividad económica que mostraron el último trimestre de 1991 y el primero de 1992, indujera a error a los redactores del Programa de Convergencia Económica 1992-1996. En realidad la aparente recuperación del primer trimestre de 1992 se debió al distinto calendario laboral de dicho trimestre. Por ello dicho indicador muestra cómo a partir del tercer trimestre de 1989 la tasa de variación del índice de crecimiento anual inició una progresiva desaceleración que parecía flexionar. Los datos de que hoy se dispone, no autorizan a pronosticar una tasa de crecimiento global para 1992 superior al 1 ó 1,2 por

(1) El cuadro titulado "Indicadores de la situación económica española" que aparece al final de este artículo, ofrece la información relevante para seguir con los indicadores económicos disponibles al 6 de octubre de 1992, los principales puntos recogidos en el texto. Los indicadores aparecen ordenados en once epígrafes distintos que reflejan los aspectos relativos a producción, demanda, desequilibrios básicos, competitividad y tipos de interés, polarizando así la atención hacia los puntos centrales que permitan al lector obtener un mejor juicio sobre la situación económica.

Para facilitar su utilización por el lector, al final de cada uno de los apartados que describen los rasgos básicos de la actual situación económica, se indican entre corchetes los apartados y conceptos del cuadro que ilustran las afirmaciones que se realizan.

cien, es decir, una tasa similar a la prevista para el conjunto de los países comunitarios. Lo que quiere decir que en este año no habrá convergencia real de la economía española hacia la europea puesto que no hay ganancia previsible en nuestra tasa de crecimiento con respecto a la media comunitaria.

Desde una perspectiva sectorial, el año agrícola ha sido malo con caída en la producción de cereales (30%) y otros cultivos de secano. También significativamente en leche, huevos y pesca desembarcada, lo que conducirá a una variación negativa de su producción que hoy se estima en el 3 por cien. También la industria se ha movido con un menor dinamismo de forma que, según distintos indicadores, la producción industrial no llegará a aumentar el 1 por cien, dada la desaceleración mostrada en sus últimos datos (0,3% de crecimiento del Índice de Producción Industrial en el primer semestre). La construcción, tanto de obras públicas como de viviendas, está experimentando un desplome de sus cifras que tendrá un crecimiento negativo que se estima en un 3 por cien. Sólo el sector servicios aportará un crecimiento mayor del orden del 2 por cien que, dado su peso en la economía nacional, permitirá recomponer la cifra de crecimiento del PIB en los términos antes indicados, es decir, en torno al 1-1,2 por cien.

[I. 1; II. 1, 2, 3 y 4; V. 4 y 5]

Segundo: El comportamiento negativo del empleo y el aumento del paro.

El bajo crecimiento estimado para la economía española tendrá efectos claramente negativos sobre el empleo y el paro en 1992.

La experiencia disponible prueba que en España, crecimientos del PIB situados por debajo del 3 por cien no generan empleo. Pero, además de la debilidad del crecimiento económico, las rigideces características del mercado de trabajo español contribuirán negativamente a la evolución del empleo en 1992.

Según la EPA, la población ocupada en 1992, registró una reducción de 1,04 en el primer trimestre y 1,3 en el segundo trimestre, respecto a iguales períodos de 1991.

El aumento del número de parados fue del 8,74 por cien en el primer trimestre de 1992 y un 12,47 por cien en el segundo trimestre, con lo que la tasa de paro que se situaba en el 15,9 por cien en el segundo trimestre de 1991 ha crecido hasta el 17,7 por cien.

Las estimaciones de Hevia y Novales (que se incluyen en este mismo número de "Cuadernos") sitúan la pérdida de empleos en 205.000 a lo largo de 1992 y estiman un cierre de año con una tasa de paro del 19,2 por cien, cifra que nos hace retroceder a 1988.

[III. 1, 2, 3 y 4]

Tercero: Un crecimiento económico basado en el consumo que camina a la desaceleración.

El bajo ritmo de crecimiento económico español en 1992, tiene además una mala cimentación ya que el motor fundamental que le sirve de base no es la inversión productiva, ni tampoco las exportaciones, sino el consumo tanto público como privado.

Un consumo nacional que va, por otra parte, desacelerándose a lo largo del año. El consumo público por la lógica preocupación de las administraciones públicas de reducir el déficit global. El consumo de las familias, como un reflejo de propia debilidad económica y el aumento del paro que se traduce en una reducción de

la renta disponible acentuados por los incrementos practicados en las retenciones del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas y en el tipo impositivo del IVA. Todos los indicadores muestran ese debilitamiento del consumo familiar, entre ellos las ventas en las grandes superficies comerciales que en el período enero-agosto sólo aumentaron el 0,3% y la matriculación de automóviles que hasta julio había registrado un crecimiento intenso del 16,3%, se ha desacelerado en agosto en cuyo mes la matriculación se redujo en el 14,8% en relación a igual mes de 1991.

[IV. 1, 2, 3, 4 y 5]

Cuarto: El fin del ciclo expansivo de las inversiones.

El incremento de costes salariales y financieros junto con los efectos de la fiscalidad y de la excesiva apreciación del tipo de cambio de la peseta, han causado una reducción de los beneficios empresariales que constituye la causa fundamental del importante desfallecimiento del proceso de inversión que según todos los indicios, cerrará 1992 con tasas negativas de evolución. Como muestra el gráfico, la inversión en capital fijo comenzó a recuperarse a partir de 1985 hasta alcanzar unas tasas anuales del 14% en 1987 y 1988 para desacelerarse progresivamente hasta sólo el 1,6% computado en 1991. Para 1992 y 1993 el Ministerio de Economía y Hacienda ha pronosticado (septiembre de 1992) que la inversión productiva no crecerá nada en 1992 y descenderá el 1,2% en 1993. Apuesta optimista que las estimaciones no oficiales sitúan respectivamente en unos descensos del 2,1% y 3,3%.

Las expectativas sobre la demanda interna y externa no son muy halagüenas para los empresarios y consolidan la pérdida de intensidad de las ventas. Pero, sobre todo, la relativa estabilidad de los precios de los productos industriales que han de competir en los mercados, internos y externos junto con la elevación de los costes salariales y financieros vienen condicionando desde 1991 una desaceleración y posterior reducción de los excedentes empresariales que, lógicamente, desestimula el proceso de inversión.

El esperado descenso en la construcción y en la producción de bienes de equipo, conducen a la estimación antes indicada de una tasa negativa para la inversión total, sin signos estimables de recuperación.

[V. 1, 2, 3, 4 y 5]

Quinto: La permanencia de los desequilibrios económicos y su agravamiento.

Pese a la debilidad del crecimiento económico, los desequilibrios globales de la economía española permanecen en su elevado nivel y algunos se han acentuado a lo largo de 1992.

El primero de esos desequilibrios es el que manifiesta la inflación. España padece una inflación mayor que la media europea (el diferencial del IPC se sitúa en 1,6 para el período enero-agosto de 1992 respecto a la media comunitaria y de más de 3,4 puntos respecto a los tres países con menor inflación que son los que definen las condiciones de Maastricht).

Una característica fundamental de la inflación española -sobre la que "Cuadernos" ha insistido reiteradamente- es su naturaleza dual. Es decir, mientras la evolución de los precios industriales, de bienes que han de competir en los mercados internacionales, muestra una evolución moderada, próxima a la europea, los precios del sector servicios -no se olvide que el peso del sector servicios en la economía nacional está en torno al 60 por cien- por sus características propias de ausencia de competencia, utilización intensiva de mano

de obra y baja productividad, muestra un importante diferencial que condiciona una evolución preocupante de la inflación subyacente.

Mientras los precios de los productos industriales crecen a tasas del 1-2 por cien, los precios de los servicios, no comercializables, crecen a tasas anuales del 10-11 por cien, cargando así los costes empresariales y contribuyendo a deteriorar el tejido industrial del país.

La economía española ha conseguido frenar el crecimiento excesivo de la demanda. Hoy no es el gasto nominal sino los excesivos precios del sector de los servicios quienes están presionando al alza el nivel general de precios. Por ello es necesario tomar conciencia de que una política de demanda, aunque necesaria, no es suficiente para controlar el proceso inflacionista que requiere además actuaciones estructurales que flexibilicen el proceso de formación de precios en los servicios.

[VI. 1, 2, 3, 4, 5 y 6]

Sexto: Las dificultades del desequilibrio exterior.

Tres características definen su situación actual:

1º) El saldo negativo de la balanza de mercancías que en 1991 se situó en un nivel equivalente al 6,4% del PIB, uno de los déficit más altos entre los países desarrollados, tiende a ampliarse significativamente. En el período enero-agosto, según datos de la Dirección General de Aduanas, el déficit comercial ha aumentado el 12,9%, lo que llevará inexorablemente a un mayor déficit comercial en términos de PIB, a menos que se frene en el resto del año. Pero lo más grave del crecimiento importador, causa del mayor déficit comercial, es el tremendo aumento de la importación de bienes de consumo (23,8% en enero-agosto), en un momento en el que el consumo interior tiende a desacelerarse.

2º) La balanza de servicios se está debilitando en su tradicional saldo positivo por el crecimiento de las compras de servicios al exterior y por el aumento de los pagos de rentas públicas de inversión materializadas en intereses de la deuda pública. En el período enero-agosto el saldo se ha reducido en un 29 por cien.

3º) Todo ello condiciona un deterioro de la balanza por cuenta corriente cuyo déficit en el período enero-agosto de 1992 ha aumentado un 78,5 por cien respecto a igual período de 1991.

Particular interés presenta el cambio de signo que está experimentando el saldo de la "balanza fundamental" que ha pasado de +117,3 miles de millones de pesetas en enero-julio de 1991 a -807,5 miles de millones de pesetas en igual período de 1992. Esto quiere decir que la inversión extranjera directa y en inmuebles ya no es suficiente para cubrir el déficit de la balanza por cuenta corriente (neta de intereses). En definitiva esta situación proyecta sobre los mercados internacionales serias dudas sobre España, como deudora, y constituye uno de los ingredientes de las presiones sobre el tipo de cambio.

[VII. 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 y 8]

Séptimo: El déficit público irreductible y su financiación.

El hecho más preocupante en el panorama de las dificultades de la economía española es, sin duda, el desbordamiento del déficit público por su anclaje e interconexión con los restantes problemas económicos básicos.

Lo primero que hay que resaltar respecto a las magnitudes presupuestarias es su desconocimiento. La disparidad entre los valores presupuestados y efectivamente liquidados mediante el juego de los créditos ampliables y los retrasos de los pagos que las Administraciones Públicas practican con asiduidad, limitan de una manera importante el valor informativo tanto de las cifras presupuestarias inicialmente previstas, como de los datos periódicos sobre la marcha de su ejecución.

Este hecho conduce inevitablemente a una falta de confianza en las cifras presupuestarias y, lo que es más grave, en los mecanismos presupuestarios para controlar y limitar el gasto público.

El Presupuesto establece, en campos muy importantes del gasto público, más que cifras concretas y limitativas del gasto para general conocimiento, una serie de reconocimientos de derechos (pensiones no contributivas, seguro de desempleo, intereses de la deuda pública) que se materializan y generan gasto a demanda de los particulares, lo que convierte al presupuesto público en un ente casi orgánico que crece y se desarrolla de forma autónoma sin posibilidad de dominio y control por los gestores públicos que sólo conocen la realidad del gasto público cuando se produce su pago final.

El único control que, en estas condiciones, cabe ejercer para no desbordar formalmente las previsiones presupuestarias es retrasar los pagos. Un camino inconveniente que se traduce más pronto o más tarde en una elevación de los costes para el sector público. La experiencia reciente muestra que retrasar como sistema, por ejemplo, el pago a los constructores de las obras públicas realizadas, sólo lleva a encarecer las ofertas de las empresas constructoras en futuros proyectos. También sabemos por experiencia que retrasar la emisión de la deuda pública necesaria para financiar el déficit, suele conducir a encontrar peores condiciones de financiación.

En el terreno de los ingresos públicos, la elevada flexibilidad del sistema impositivo hace que las recaudaciones fiscales traduzcan amplificada las situaciones de debilidad económica, lo que acentúa la propensión al déficit. Un hecho que exige estimar las previsiones de ingresos partiendo del reconocimiento de la elevada flexibilidad impositiva y de cifras realistas sobre el curso esperado de la actividad económica. Por otra parte, las etapas de debilidad en el crecimiento de la producción y de la renta, acentúan la percepción por los ciudadanos de las deficiencias de estructura del sistema tributario español y propician una vuelta a un sentimiento de "stress" fiscal que invita al incumplimiento y defraudación. Un fenómeno cuya dimensión que el Ministerio de Hacienda no quiere cuantificar ni conocer con detalle- debe estar alcanzando en estos momentos cotas importantes.

En suma, si el presupuesto público, en su versión más tradicional, debe ser un instrumento de previsión y de control, la realidad del comportamiento público español, invita a preguntarse si en realidad, en sentido estricto, España tiene presupuesto.

La consolidación de elevados déficit -las estimaciones más realistas cifran el del 92 entre un 5,5 y un 6 por cien del PIB-, en momentos como el actual con crisis visibles de cambios, aporta una novedad preocupante al ya de por sí enrarecido comportamiento presupuestario: el de su conveniente financiación, dado el importante peso de la deuda pública suscrita por no residentes en el conjunto de pasivos financieros del estado.

La pérdida de confianza de los mercados internacionales en la peseta tras la devaluación -la calificación de Moody's sobre el crédito del Reino de España ha bajado significativamente su nivel- y la renuncia de los inversores nacionales a renovar Letras del Tesoro en las condiciones que las autoridades financieras consideran convenientes está llevando a una demora en la financiación del déficit público por una vía ortodoxa. Ante la imposibilidad, por otra parte, de aumentar el endeudamiento del Tesoro con el Banco de España, cabe preguntarse, ¿cuál es la programación que el Ministerio de Hacienda tiene para financiar el déficit y para renovar los créditos y emisiones que vayan venciendo?. En el fondo, siempre queda la duda de que el inadecuado comportamiento del sector público conduzca a un retroceso en las cotas ya alcanzadas de liberalización del sistema financiero. Algo que no debería ocurrir.

[VIII. 1, 2, 3, 4 y 5]

Octavo: La rigidez del mercado de trabajo y la fijación de los salarios.

Un aspecto negativo muy importante de la economía española es el comportamiento del mercado de trabajo y la fijación de los salarios.

Los salarios están creciendo a ritmos superiores a la productividad y, los costes salariales, a tasas mayores que la media de los países comunitarios. Ello implica que la ventaja salarial que España tenía en el momento de su integración en la Comunidad Europea, se ha ido perdiendo en el transcurso de los últimos años.

La vieja norma de fijar el crecimiento salarial por el aumento del coste de la vida más dos puntos, que los Pactos de la Moncloa erradicaron del comportamiento de los salarios, ha vuelto a resucitar en los últimos años en forma rotunda. Pero naturalmente las consecuencias de una indiciación de este tipo que supone mirar a la inflación pasada sin apostar por una reducción de la inflación futura, sólo puede conducir a revitalizar la vieja espiral salarios-precios-salarios que perpetúa el proceso inflacionista acentuándolo en forma creciente como, en forma extrema, los abandonados modelos latinoamericanos del pasado pusieron de manifiesto hasta la saciedad. Pese a la intoxicación informativa que, en este terreno, propician los sectores interesados, lo cierto es que la evolución de los salarios en convenio no han moderado su crecimiento (7,1 en enero-septiembre de 1992) y han crecido por encima del coste de la vida, y de la productividad con lo que el coste laboral unitario en el período enero-julio continúa aumentando a tasas superiores al 6 por cien (6,4), lo que mantiene un diferencial importante (2,4 puntos en el sector industrial) respecto a la media comunitaria.

Por otra parte es necesario destacar, la ausencia de acciones concretas de carácter estructural sobre el mercado de trabajo, tales como una nueva definición de la formación profesional, que contribuya a flexibilizar el mercado de trabajo adecuando la oferta a la demanda.

[IX. 1, 2 y 3; X. 5]

Noveno: La Pérdida de competitividad de la economía española.

Las tensiones inflacionistas de la economía española, cuyas raíces han sido comentadas, han venido obligando a la Política Monetaria a ejercer su tarea estabilizadora, con una continuada acción restrictiva que lógicamente ha elevado los tipos de interés, causando efectos negativos adicionales sobre el proceso de inversión.

Aún así, la inflación subyacente y la apreciación de la peseta en los mercados internacionales, a pesar de la devaluación recientemente practicada, han sido dos puntos claves que junto con la elevación de los

costes laborales, han contribuido decisivamente a la continuada pérdida de competitividad de las empresas y productos españoles.

Adicionalmente, los aspectos microeconómicos que afectan también a la competitividad, como las mejoras en la organización, la innovación, la normalización, la asistencia técnica y otros factores cualitativos de la competitividad distintos de los costes, precios y tipo de cambio, no han experimentado mejoras ni han recibido apoyos sustanciales de la acción pública.

[X. 1, 2, 3, 4 y 5; XI. 1, 2, 3 y 4]

Décimo: La crisis de confianza.

Los factores comentados, que definen objetivamente el campo problemático de la economía española, han creado además una crisis de confianza importante, cuya influencia negativa sobre el comportamiento económico es evidente.

Una crisis de confianza que la atonía y tendencia a la baja de los mercados financieros (de cambios exteriores y bursátil) pone de manifiesto, así como la pérdida de dinamismo de la inversión exterior más permanente, directa y en inmuebles, mostrando sus dudas sobre el futuro de la economía española.

Por otra parte, el Índice del Sentimiento del Consumidor que elabora con periodicidad la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas mostraba, en el mes de junio, una caída de 19 puntos en el índice general, lo que implicaba volver a los niveles de la etapa crítica de 1985.

También los servicios estadísticos de la Comunidad Europea elaboran encuestas empresariales que permiten apreciar algunos indicadores cualitativos de la situación económica.

En el último sondeo de junio de 1992 (correspondiente al período marzo-abril), el clima de la coyuntura industrial española es nítidamente peor, tal como lo perciben los encuestados, que la media comunitaria. Todas las variables que la encuesta contempla, salvo las expectativas en precios e inversión industrial, muestran una posición más deprimida. El índice de confianza industrial está 7 puntos por debajo de la media. Las expectativas de producción se sitúan a 6 puntos menos que la Comunidad pero sobre el nivel de la cartera de pedidos se diferencia en 13 puntos de la media comunitaria.

Existe, en la base, de esa pérdida de confianza no sólo la contemplación de la realidad, sino la percepción clara de que esa situación económica difícil se produce además en un clima de incomprensión social y de mutua imputación de los diferentes grupos sociales y políticos de las causas de la crisis, lo que genera una inercia preocupante que no conduce a la corrección sino a la amplificación de los problemas existentes.

Esos diez aspectos que configuran la difícil situación económica española están íntimamente relacionados entre sí, se potencian mutuamente y además su intensidad se agudiza por el paso del tiempo. La sociedad española y los responsables de la política económica tienen que adquirir la clara conciencia de que ninguno de esos problemas va a resolverse espontáneamente. No existe ninguna suerte de automatismo que corrija sin actuación alguna las dificultades que definen la crítica situación de la economía española.

LOS CINCO ESCENARIOS EN QUE DEBE ACTUAR LA POLITICA ECONOMICA.

Se precisan decisiones importantes y urgentes en los diferentes escenarios en que se encuentran las causas de los problemas actuales y que han sido insistente y unánimemente diagnosticadas por los economistas, dentro y fuera de nuestro país, como pone de manifiesto una lectura aún superficial de todos los informes solventes realizados sobre la economía española. Esos escenarios claves, donde la actuación es urgente e imprescindible son los cinco siguientes:

1º) La necesidad de una política presupuestaria que consolide y reduzca el déficit público y domine el crecimiento del gasto. Una acción presupuestaria cuya inexistencia hoy se reconoce por todo el mundo.

No se trata de una acción restrictiva ocasional en el presupuesto de un ejercicio sino de una reflexión profunda que conduzca a una política coherente del gasto público.

Lo que se precisa es variar la actuación en los campos de acción problemática con una nueva definición del papel y funciones del sector público en la sociedad española. No se trata de debatir con la esterilidad del pasado, el contenido ocasional de un presupuesto que luego nunca se cumple. Se trata de reformar el propio comportamiento del Sector Público, ajustándolo a las necesidades sociales y sacrificando los servicios, las empresas públicas o las prestaciones sociales y sanitarias que sean necesarios. El presupuesto no puede ser la resultante imprevisible de unas demandas sociales desordenadas, tiene que ser el reflejo de una política pública definida con claridad y conducida con eficacia.

Necesidad de una política presupuestaria coherente a la que viene a sumarse, en la difícil coyuntura actual, la dificultad derivada de una financiación ortodoxa del déficit público y de la deuda pública acumulada, ante la insuficiencia del ahorro interno, sin retrocesos perturbadores en las cotas de libertad alcanzadas por el sistema financiero.

2º) La economía española necesita una nueva combinación de políticas monetaria y presupuestaria en la que el carácter inevitablemente restrictivo de esta última descargue a la actuación monetaria de la excesiva carga estabilizadora que viene soportando, permitiendo así una reducción de los tipos de interés que estimule a la inversión privada y normalice los movimientos de capitales exteriores.

La política monetaria no puede estar eternamente condenada a suplir las deficiencias de la política presupuestaria. Precisamente uno de los factores positivos de la entrada de la peseta en el mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo fue el de otorgar una cierta credibilidad al propósito de establecer un reparto de papeles entre la política monetaria y presupuestaria más adecuado a las nuevas condiciones. La práctica ha demostrado que tal propósito, si realmente lo hubo, ha sido permanentemente incumplido, siendo una de las fuentes principales de perturbación económica que finalmente ha tenido su reflejo en la reciente tormenta cambiaria.

3º) La inflación dual reclama una acción enérgica en los aspectos estructurales que la condicionan, sobre todo en el sector servicios, cuya evolución creciente no puede ser contrarrestada exclusivamente con medidas de contención de la demanda nominal. Ese conjunto de acciones estructurales, brillantemente enunciadas por el Ministro de Economía ante el Congreso hace ahora más de un año, no ha experimentado avances sustanciales en su aplicación. Es este un terreno en que la política económica parece saber lo que tiene que hacer pero son acciones que no se acometen, salvo en aquellas parcelas como el Sistema Financiero- que vienen exigidas por las directivas comunitarias.

4º) El mercado de trabajo debe flexibilizarse, rompiendo con su actual segmentación y cambiando radicalmente la norma de indiciación de salarios que sólo conduce a acentuar el proceso inflacionista sin mejoras en el empleo.

La flexibilización del mercado de trabajo también reclama con urgencia un nuevo diseño de la formación profesional que facilite su equilibrio.

5º) Es preciso actuar en el campo de la mejora en la competitividad de las empresas españolas, no sólo en el terreno macroeconómico por la vía de costes, precios y tipo de cambio que en definitiva son puntos que se derivan de las actuaciones anteriores, sino por la vía de apoyar actuaciones decisivas a nivel de las empresas (formación, acceso a nuevas tecnologías, calidad, diseño, marcas y desarrollo de canales de comercialización, entre otros).

No se piense que una pura y simple devaluación como la recientemente practicada va a extender sus discutibles efectos positivos durante mucho tiempo, si no va acompañada de otras medidas estabilizadoras complementarias.

Cinco escenarios que definen las áreas de actuación complejas e interrelacionadas que es preciso abordar si la sociedad española quiere salir de la situación crítica que padece.

LA SOLUCION DE LOS PROBLEMAS EN EL FRENTE INTERNO: LA NECESIDAD DE DECISIONES BASADAS EN UNA VOLUNTAD SOCIAL COMPARTIDA.

Es la conciencia de la sociedad sobre esa acción necesaria que implica medidas impopulares, la única que puede llevar en un ejercicio de responsabilidad colectiva a su aplicación eficiente. Si España no acomete con responsabilidad y diligencia las actuaciones necesarias no conseguirá resolver el conjunto de sus problemas. Eso requiere primero, una **voluntad social compartida**; las dificultades económicas antes enunciadas son variadas y no pueden ser imputadas a un solo grupo social. En segundo lugar, la gravedad de la situación apela a la **responsabilidad del liderazgo político** para la **adopción de medidas consensuadas** que resuelvan los problemas.

Es cierto, como ya se ha expresado que buena parte de los actuales problemas económicos derivan de las circunstancias externas. A corto plazo no cabe esperar una recuperación económica mundial ni que se resuelvan las incertidumbres asociadas al proceso de ratificación del Tratado de Maastricht. Poco podemos hacer los españoles, en este terreno, para resolver la situación. Sin embargo, parece claro que en el panorama interior hay una amplia tarea que desarrollar. Existe un campo de acción necesario que reclama esa responsabilidad compartida para resolver los problemas internos y mejorar nuestra competitividad, de forma que cuando se produzca la recuperación mundial y se superen las actuales incertidumbres en la construcción de la UEM, España pueda participar con ventaja en ese proceso.

INDICADORES DE LA SITUACION ECONOMICA ESPAÑOLA
(Al 6 de octubre de 1992)

INDICADOR	PERIODO	1991	1992	ULTIMO MES	COMENTARIO
I. DESARROLLO GENERAL ECONOMIA	I Trimestre	2.7	2.3	2.3	Desaceleración del crecimiento
1. PIB trimestral (Contabilidad Nacional)					
2. Indicador general actividad económica (BBV)	Enero-Julio	2.3	0.9	-0.1	Claro deterioro de la actividad económica
II. PRODUCCION					
1. Índice de Producción Industrial (IPI)	Enero-Junio	-2.3	0.3	1.3	Tendencia poco creciente
2. Demanda eléctrica (UNESA)	Enero-Agosto	3.5	2.0	1.4	Disminuye el crecimiento
3. Cemento (OFICEMEN)	Enero-Mayo	-0.6	-4.5	-17.6	Caída de la construcción
4. Consumo gasóleo (CAMPSA)	Enero-Mayo	-0.5	-4.5	-8.0	Cae el transporte por carretera
5. Importación bienes intermedios (D.G.P.y C.)	Enero-Agosto	10.6	13.1	16.5	Precios internacionales a la baja
III. EMPLEO					
1. Población ocupada (EPA)	I Semestre	0.7	-1.2	-1.3	Descenso importante del empleo
2. Paro encuestado (EPA)	I Semestre	-2.8	10.6	12.5	Aceleración del paro
3. Tasa de paro (EPA)	I Semestre	16.0	17.6	17.7	Aumenta el paro
4. Seguridad Social (afiliación)	I Trimestre	3.2	-0.1	-0.2	Disminuye la creación de empleo situándose en tasa negativa
IV. CONSUMO					
1. Consumo familiar (E.C.P.F.)	I Semestre	3.2	2.7	2.0	Se debilita el consumo familiar
2. Consumo gasolina (CAMPSA)	Enero-Mayo	-0.4	2.7	0.0	Disminuye el consumo
3. Ventas en grandes superficies (INE)	Enero-Agosto	5.7	0.3	3.1	Se desacelera el crecimiento del consumo privado (bienes no duraderos: consumo dual)
4. Consumo público (Contabilidad Nacional)	I Trimestre	4.0	5.3	5.3	Prosigue la expansión del consumo público
5. Matriculación automóviles (D.G.P. y C.)	Enero-Agosto	-14.8	13.4	-14.8	Comienza el declive de la demanda
V. INVERSION					
1. Fabricación bienes equipo (IPI)	Enero-Junio	-10.0	-2.5	-8.8	Desaceleración del ritmo producción
2. Importación bienes equipo (D.G.P y C.)	Enero-Agosto	-0.5	-1.7	-17.4	Se desacelera la compra de equipo importado
3. Inversión en equipo (Contabilidad Nacional)	I Trimestre	-2.3	2.7	2.7	Mejora la compra en equipo en el primer trimestre
4. Licitación oficial (D.G.P. y C.)	Enero-Junio	-16.5	-49.2	-35.8	Desfavorables expectativas en construcción
5. Inversión en construcción (Contab. Ncal.)	I Trimestre	8.3	-3.3	-3.3	Descenso de la construcción

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

INDICADOR	PERIODO	1991	1992	ULTIMO MES	COMENTARIO
VI. INFLACION					
1. Indice Precios Consumo (IPC)	Enero-Agosto	6.1	6.2	5.7	Inflación afirmada en servicios con descenso del precio de los alimentos y aumento de precios por la imposición indirecta
2. Inflación subyacente (IPC)	Enero-Agosto	6.4	6.7	7.0	Se reafirma la tensión inflacionista
3. Precios agrarios percibidos (MAPA)	Enero-Abril	-7.3	3.8	2.2	Se recuperan moderadamente los precios agrarios
4. Precios energía (IPRI)	Enero-Julio	6.1	1.4	4.2	Alza de los impuestos
5. Precios industriales (IPRI)	Enero-Julio	1.9	1.3	1.5	Notable moderación impuesta por la competencia exterior
6. Precios de importación	Enero-Julio	-1.6	-4.2	-4.1	Fortaleza de la peseta
VII. EQUILIBRIO EXTERIOR					
1. Saldo Balanza mercancías (ADUANAS)	Enero-Agosto	0.3	-12.9	-11.7	Empeoramiento considerable
2. Saldo Balanza servicios (B. España)	Enero-Agosto	-6.7	-29.2	-14.0	Mayor gasto en rentas y servicios
3. Saldo Balanza c/c (m.m.pts)(B. España)	Enero-Agosto	-973.3	-1737.9	-18.0	Empeoramiento considerable
4. Saldo Balanza Básica (m.m.pts)	Enero-Agosto	507.0	382.3	17.8	Tendencia a empeorar
5. Saldo Balanza Fundamental (m.m.pts)	Enero-Julio	117.3	-807.5	-62.3	Empeoramiento en sostenibilidad del déficit
6. Importación:					
- Bienes (Aduanas) (Volumen)	Enero-Agosto	9.0	12.6	9.2	Crecimiento importador
- Servicios (Registro Caja B.E.)	Enero-Agosto	11.6	26.7	28.9	Crecimiento en las compras
7. Exportación:					
- Bienes (Aduanas) (Volumen)	Enero-Agosto	12.3	5.4	-3.8	Exportación sostenida
- Servicios (Registro Caja B.E.)	Enero-Agosto	7.7	13.7	15.9	Ligero mayor ingreso por turismo
8. Visitantes extranjeros (Sector Turismo)	Enero-Julio	0.0	4.9	-0.6	Debilidad en Julio
VIII. DEFICIT PUBLICO					
1. Crecimiento gasto público Estado (D.G.P. y C.) (Obligaciones reconocidas)	Enero-Agosto	10.4	17.5	-10.8	Elevado crecimiento
2. Crecimiento ingresos Estado (D.G.P. y C.)	Enero-Agosto	11.4	5.2	2.3	Descenso de la recaudación
3. Déficit de Caja del Estado (D.G.P. y C.)	Enero-Agosto	-7.9	84.8	22.1	Aumento sustancial del déficit
4. Déficit contable del Estado (D.G.P. y C.) (m.m.pts.)	Enero-Agosto	-822.3	-1868.7	-259.0	Empeora el déficit
5. Deuda del Estado (Pasivos financieros)(m.m.pts.)	Enero-Mayo	19.959	22.644	629	Crecimiento por el mayor déficit
IX. MERCADO DE TRABAJO Y SALARIOS					
1. Salarios en convenio (M ² Trabajo)	Enero-Sept.	7.7	7.1	7.2	Alto crecimiento salarial
2. Ganancia por trabajador (INE):					
- Pagos totales	II Trimestre	8.0	7.8	7.8	El INE detecta mayor crecimiento salarial

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

INDICADOR	PERIODO	1991	1992	ULTIMO MES	COMENTARIO
- Pagos ordinarios	II Trimestre	9.0	8.5	8.5	Mayor alza salarial
3. Coste Laboral Unitario (FIES)	Enero-Julio	6.9	6.4	6.7	Moderado descenso pero con aumento del paro
X. COMPETITIVIDAD					
1. Tipo de cambio efectivo (1987 = 100)	Enero-Julio	117.3	118.9	120.7	Pérdida de competitividad
2. Índice Precios Consumo (IPC) (Diferencial CEE)	Enero-Agosto	0.9	1.7	1.6	Se abrió la brecha inflacionista en el primer semestre
3. Precios industriales (IPI)	Enero-Julio	1.9	1.3	1.5	Precios industriales poco crecientes
4. Precios exportación	Enero-Agosto	-0.8	-0.5	1.1	Se pierde competitividad
5. Coste Laboral Unitario en la industria (CLU) (Diferencial CEE)	Enero-Julio	2.8	2.4	2.7	Mayor CLU de España con aumento del paro
XI. TIPOS DE INTERESES					
1. Corto plazo (Mercado interbancario)	Enero-Junio	13.8	12.5	12.4	Ligero descenso con nivel elevado
2. Largo plazo (Banca)	Enero-Junio	18.9	17.2	16.7	
3. Reales a corto (Deflactados IPC)	Enero-Junio	7.3	5.8	6.8	
4. Netos de impuestos a corto (-25% retención)	Enero-Junio	10.4	9.4	9.3	

Fuente: INE, Dirección General de Previsión y Coyuntura y BBV.

GRAFICO 1

1

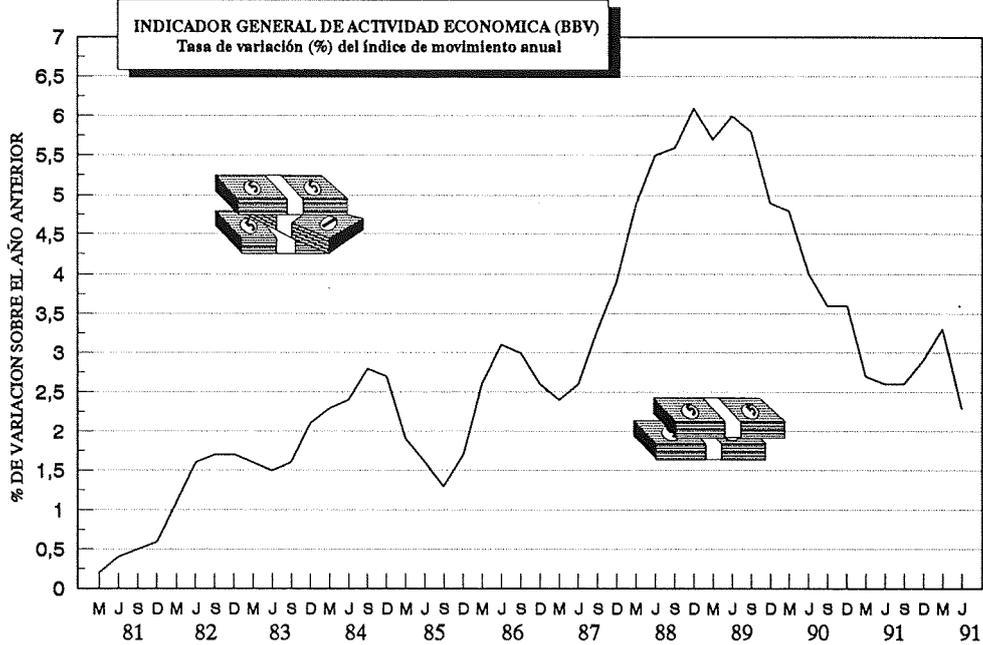
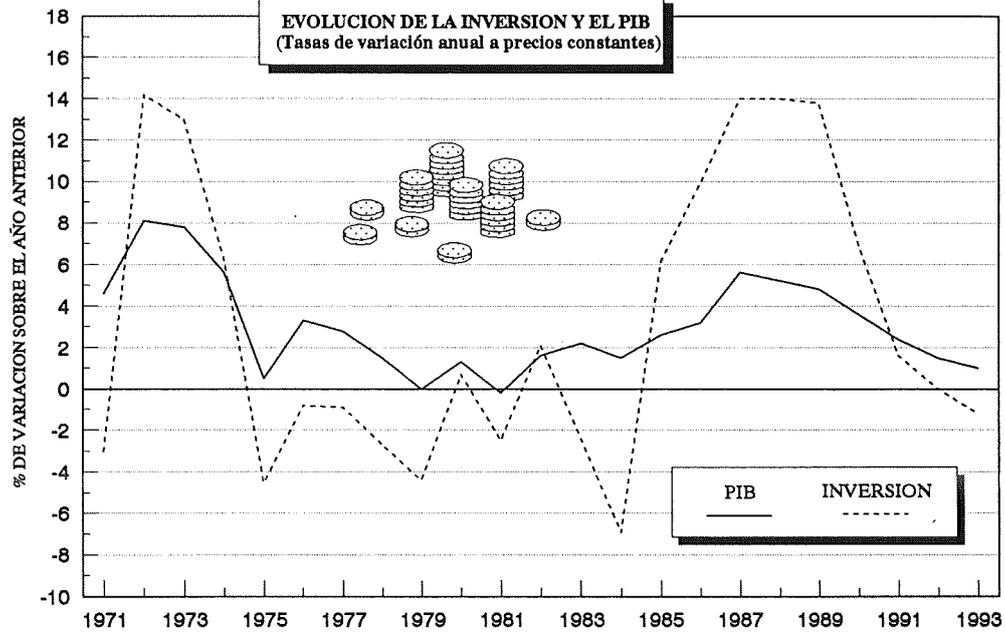


GRAFICO 2

2



CONVERGENCIA NOMINAL DE LOS PAISES COMUNITARIOS EN 1991 Y PREVISION 1992

(Condiciones de Maastricht)

La corrección de los desequilibrios básicos de los países comunitarios en 1992, ha sido muy escasa por lo que de hecho, permanecen los desajustes registrados en 1991.

En los precios de consumo destaca la desaceleración registrada en el Reino Unido, Italia y Portugal. En España ha empeorado su posición relativa.

En déficit público se han mantenido los niveles de 1991, siendo destacable la reducción de Bélgica y la mayor expansión del déficit británico y también del español.

En los tipos de interés se registra una caída generalizada como lo prueba que la condición de Maastricht, que quedaba en el 11% en 1991, se haya reducido al 9'9% en 1992. Reducción de un punto porcentual en el conjunto de la CE que supone alguna desaceleración.

El volumen de la deuda pública en relación al PIB, se ha acrecentado en Alemania, España, Francia, Italia, Holanda y Portugal, todo ello como consecuencia de los mayores déficit públicos computados.

COMENTARIO GENERAL

Al examinar el balance de cumplimiento de las condiciones de convergencia nominal acordadas en Maastricht, por lo que se refiere a 1991 y 1992 aparecen dos países, Francia y Luxemburgo, que cumplen todas las condiciones establecidas.

Otros cuatro países cumplen tres de las condiciones fijadas. Dinamarca y Alemania prácticamente satisfacen todas las condiciones, ya que en 1992 sólo existe una pequeña desviación en la dimensión de la deuda pública (Dinamarca) y del déficit público (Alemania). Irlanda sólo se desvía algo en el nivel de déficit público y el Reino Unido ha acusado un claro empeoramiento en su déficit público, al estimarse por el FMI que se elevará hasta el 5,1% del PIB en 1992.

Holanda y Bélgica cumplen dos condiciones. En realidad, Holanda se sitúa entre los países que están próximos al cumplimiento de todas las condiciones, ya que su déficit público se sitúa en el 3,6% del PIB con un 80% de deuda pública en relación al PIB. Bélgica registra un elevado déficit público y sobre todo, el más alto volumen relativo de deuda pública.

Los países con una clara dificultad para alcanzar la convergencia nominal son Italia, España, Portugal y Grecia. Italia ha corregido su tasa de inflación pero mantiene un déficit público muy elevado, así como un nivel de deuda pública que supera al 100% de su PIB. La corrección del déficit público italiano resulta difícil. En realidad en 1992 ha mantenido el nivel de déficit de 1991.

España sólo cumple la condición de deuda pública. La inflación española registra una desviación de 1,5 puntos respecto a la condición establecida. Pero su mayor problema está en la corrección del déficit público que difícilmente bajará del 6% del PIB en 1992, doblando la tasa máxima establecida. Los tipos de interés podrían situarse en los niveles convenidos siempre y cuando la inflación y el déficit público se sitúen adecuadamente.

Portugal y Grecia tendrían que hacer un esfuerzo titánico para lograr su convergencia nominal antes de 1996 ó incluso, antes de 1999.

CONCLUSION.

De hecho, ocho países comunitarios están en condiciones para cumplir la convergencia nominal que debería promover la moneda única en el momento que se convenga por los distintos países. Italia y España necesitarán hacer un esfuerzo considerable para lograr su convergencia nominal, especialmente por lo que se refiere al déficit público. El gran retraso de Portugal y Grecia hace muy difícil que ambos países puedan lograr su convergencia nominal en lo que queda de siglo.

CUADRO Nº 1

Tipo de cambio: Situado en banda estrecha del SME ($\pm 2,25$), sin devaluar en 2 años.

Inflación: Media anual IPC $\leq 1,5$ puntos de 3 países menor inflación.

Déficit Público: $\leq 3\%$ PIB.

Deuda Pública: $\leq 60\%$ PIB.

Tipos de interés largo plazo: ≤ 2 puntos más que los 3 países con menor inflación.

POSICION DE CONVERGENCIA EN 1991 (Indicadores Maastricht)					
	Precios Consumo (1)	Déficit Público (2)	Tipos de Interés (3)	Deuda Pública (4)	Nº Indicadores que cumplen
Bélgica	3,2(*)	-8,3	9,3(*)	133,4	2
Dinamarca	2,4(*)	-2,0(*)	9,6(*)	66,7	3
Alemania	3,5(*)	-2,8(*)	8,5(*)	41,7(*)	4
Grecia	19,5	-17,5	23,3	125,5	0
España	5,9	-5,5	12,8	46,0(*)	1
Francia	3,1(*)	-2,1(*)	9,2(*)	47,1(*)	4
Irlanda	3,2(*)	-2,8(*)	9,2(*)	98,0	3
Italia	6,4	-10,2	13,0	103,5	0
Luxemburgo	3,1(*)	-1,5(*)	8,2(*)	6,2(*)	4
Holanda	3,9(*)	-3,3	8,7(*)	79,6	2
Portugal	11,4	-6,8	18,5	65,3	0
Reino Unido	5,9	-2,1(*)	9,9(*)	34,4(*)	3

(1) Para cumplir el objetivo IPC, es necesario no sobrepasar el 4,4%. (El 1,5% más sobre los tres Estados miembros con menor inflación).

(2) El déficit público no debe superar el 3% del PIB.

(3) El tipo de interés a largo plazo no debe superar al 11%. (El 2% más sobre los tres Estados miembros menor inflación).

(4) La deuda pública no debe superar el 60% del PIB.

(*) Indicador situado dentro de las condiciones MAASTRICHT.

Fuente: Elaboración de Fundación FIES de las Cajas de Ahorros, con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

CUADRO Nº 2

Tipo de cambio: Situado en banda estrecha del SME ($\pm 2,25$), sin devaluar en 2 años.

Inflación: Media anual IPC $\leq 1,5$ puntos de 3 países menor inflación.

Déficit Público: $\leq 3\%$ PIB.

Deuda Pública: $\leq 60\%$ PIB.

Tipos de interés largo plazo: ≤ 2 puntos más que los 3 países con menor inflación.

POSICION DE CONVERGENCIA EN 1992
(Indicadores Maastricht)

	Precios Consumo (1)	Déficit Público (2)	Tipos de Interés (3)	Deuda Pública (4)	Nº Indicadores que cumplen
Bélgica	2,6(*)	-5,5	8,7(*)	133,4	2
Dinamarca	2,5(*)	-2,0(*)	8,7(*)	65,9	3
Alemania	3,9(*)	-3,2	7,9(*)	42,7(*)	3
Grecia	15,2	-14,9	21,0	118,0	0
España	6,2	-6,0	10,9	47,3(*)	1
Francia	2,7(*)	-2,2(*)	6,5(*)	47,6(*)	4
Irlanda	3,7(*)	-1,8(*)	9,1(*)	96,0	3
Italia	5,3	-10,4	12,2	108,0	0
Luxemburgo	3,1(*)	1,5(*)	7,9(*)	-5,8(*)	4
Holanda	3,3(*)	-3,6	8,1(*)	80,0	2
Portugal	8,5	-5,8	16,0	82,5	0
Reino Unido	3,7(*)	-5,1	8,8(*)	34,2(*)	3

(1) Para cumplir el objetivo IPC, es necesario no sobrepasar el 4,3%. (El 1,5% más sobre los tres Estados miembros con menor inflación).

(2) El déficit público no debe superar el 3% del PIB.

(3) El tipo de interés a largo plazo no debe superar al 9,9%. (El 2% más sobre los tres Estados miembros menor inflación).

(4) La deuda pública no debe superar el 60% del PIB.

(*) Indicador situado dentro de las condiciones MAASTRICHT.

Fuente: Elaboración de Fundación FIES de las Cajas de Ahorros, con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

**MOODY'S REVISLA LA CALIFICACION RATING Aa2 DEL REINO
DE ESPAÑA PARA UN POSIBLE AJUSTE A LA BAJA**

Afectados aproximadamente 8.600 millones de dólares de deuda

Nueva York, 30 de septiembre de 1992. *Moody's Investors Service* ha sometido a revisión para un eventual ajuste a la baja la calificación (rating) Aa2 de la deuda en divisas del Reino de España. *Moody's* señala que la revisión está motivada por los desequilibrios que se han ido acumulando desde hace algún tiempo en la economía española, y por el menos favorable entorno exterior al que se enfrenta el país.

Moody's indica que el déficit público está creciendo rápidamente este año, como resultado de un aumento de los gastos y de una débil economía. También está creciendo el considerable déficit por cuenta corriente, que refleja una importante pérdida de competitividad. En 1993, la tasa de desempleo podría de nuevo aproximarse al nivel que existía antes de la reciente expansión económica (en torno al 19%). Los recientes acontecimientos en los mercados de divisas europeos es probable hagan más difícil el ajuste económico en España, y podrían en última instancia conducir a un mayor endeudamiento externo para el país.

Con objeto de hacer frente a los problemas económicos, el gobierno español propuso a principios de 1992 un programa de cuatro años para reducir el gasto público y aumentar la desregulación en varios mercados. Más recientemente, ha anunciado un presupuesto para 1993 significativamente menos expansivo que el de 1992. En este contexto, *Moody's* señala que la revisión examinará hasta qué punto el plan de austeridad fiscal y la desregulación de los mercados pueden seguir adelante con el suficiente respaldo político. La revisión examinará también las perspectivas de mejora de los problemas estructurales de la economía, como su capacidad para recuperar la competitividad en los mercados internacionales y su aptitud para generar un crecimiento del empleo.

Como resultado de la revisión de la calificación del Reino de España, están igualmente bajo análisis para una posible bajada las calificaciones a largo plazo Aa2 de los bonos denominados en divisas de BBV International Finance, Ltd., AUCALSA, AUDENASA, ICO y RENFE. Las calificaciones Aa2 de los depósitos bancarios a largo plazo del Banco de Santander y Caja de Madrid están también sometidos a examen para un eventual ajuste a la baja. La revisión no afecta a las calificaciones de las obligaciones denominadas en pesetas de los emisores españoles.

EVOLUCION DE LA COMPETITIVIDAD ESPAÑOLA FRENTE A LA COMUNIDAD EUROPEA

Las turbulencias monetarias del mes de septiembre y la corrección en el tipo de cambio de la peseta en el 5%, han puesto sobre el tapete la necesidad de conocer cuál ha sido la pérdida de competitividad de la economía española.

El análisis correspondiente tiene que reflejar la ganancia o pérdida de competitividad frente a unos países concretos o áreas económicas. En el caso de España, parece necesario hacerlo frente a la Comunidad Económica Europea. La información elaborada por la Dirección General de Previsión y Coyuntura, facilita su estimación.

El tipo efectivo real es el indicador que mide la pérdida o ganancia relativa de una moneda como consecuencia de la evolución del tipo de cambio y la de los precios relativos. En cuanto a los precios relativos, el análisis puede hacerse según los precios de consumo (IPC), según los precios de producción y en atención a la evolución del coste laboral unitario (CLU), lo que da lugar a distintas valoraciones en la medida que su evolución es bastante diferente. Por último, la pérdida en el tipo efectivo real podría compensarse con las ganancias relativas de la productividad.

Se deduce de lo expuesto que utilizar sólo alguno de estos datos para formar un juicio definitivo sobre la ganancia o la pérdida de la competitividad, en términos macroeconómicos, es poco significativo.

COMPETITIVIDAD ESPAÑOLA FRENTE A LA CEE.

En 1987 España se incorporó al Sistema Monetario Europeo (SME) estableciéndose la paridad de 65 pesetas por marco alemán.

En junio de 1992, anterior a las convulsiones monetarias de septiembre, el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta se situaba en 110,4, frente a la media de 1987. El marco se cotizaba a 62,91 pesetas (68,68 ptas. en la media de 1987) y el ECU en 128,97 pesetas (142,26 ptas. en 1987).

Los precios de consumo (IPC) y de producción crecieron respectivamente el 10% y -0,3% respecto a la media comunitaria. Conjugando el tipo de cambio efectivo nominal, los precios relativos y la variación del coste laboral unitario, la pérdida de la competitividad española frente a la CE entre 1987 y junio de 1992, según los tres indicadores citados, fue la siguiente:

Según los precios de consumo: 21,5%

Según los precios de producción: 10,3%

Según el coste laboral unitario: 13,2%.

La ganancia de la productividad de la economía española entre 1987 y 1991 ha sido del 6,8%, mientras que en el conjunto de la CE fue del 6,6%. El mayor crecimiento real del PIB español, estuvo compensado por un mayor crecimiento del empleo.

Por tanto, frente a la CE la pérdida de la competitividad española entre 1987 y junio de 1992, según los precios de consumo, de producción y el coste laboral unitario corregida la diferencia de la productividad, fue la siguiente:

- Según los precios de consumo: 21,3%
- Según los precios de producción: 10,1%
- Según el coste laboral unitario: 13,2%.

EL COMPORTAMIENTO CICLICO DE ECONOMICAS OCCIDENTALES

José L. Raymond

Introducción.

Las dos características más relevantes de la evolución del *output* agregado de una economía son su crecimiento a largo plazo y la existencia de fluctuaciones recurrentes alrededor de esta senda de crecimiento. No obstante, como señalan Stock y Watson⁽¹⁾, por el momento no se ha hallado una definición precisa y comúnmente aceptada de estos componentes tendenciales y cíclicos.

Tradicionalmente era práctica relativamente frecuente medir el ciclo de una serie económica a partir de las desviaciones del logaritmo de la variable con respecto a su línea de tendencia. Este enfoque ha sido criticado en los últimos años por la hipótesis que a priori incorpora de tendencia determinista. Alternativamente, la tendencia puede extraerse a partir del cálculo de una media móvil, lo que ocasiona la pérdida de las primeras y últimas observaciones, a la vez que el número de elementos que intervienen en la media móvil afecta a la tendencia estimada.

Si bien la reciente literatura que ha proliferado con respecto a la extracción de tendencias ha servido para señalar las limitaciones de los planteamientos tradicionales, no ha proporcionado una clara alternativa que sea fácilmente implementable y que goce de suficiente grado de consenso. Por ello, en el ejercicio descriptivo que seguidamente se ofrece la evolución del ciclo se mide a través del tradicional enfoque de obtener las desviaciones del logaritmo de una variable con relación a su tendencia.

La principal limitación de que adolece el planteamiento es que el período muestral considerado condiciona los componentes tendencial y cíclico estimados. En el activo figura, no obstante, su sencillez así como el hecho de que una vez seleccionada la muestra, los resultados obtenidos no exigen manipulaciones subjetivas de los datos. Al seguir este enfoque se dibuja una recuperación económica cuando la tasa de crecimiento de la variable excede a la implícita a la tendencia estimada. Por contra, cuando la tasa de crecimiento observado se halla por debajo de la correspondiente tendencia se perfila una fase recesiva. Por otro lado, por definición, la suma de desviaciones positivas con respecto a la tendencia queda compensada con la suma de desviaciones negativas, de suerte que la media global de tales desviaciones es nula.

Para enjuiciar la evolución económica se han considerado dos variables: El PIB a precios constantes y la formación bruta de capital fijo. La primera variable es un punto de referencia obligado cuando se trata de examinar el comportamiento de una economía. No obstante, la magnitud está sometida a considerables inercias. A este respecto, la formación bruta de capital fijo resulta mucho más volátil y en algunos aspectos puede resultar más informativa que el propio PIB, en la medida en que incorpora los efectos de las expectativas. En cualquier caso cabe esperar que, fundamentalmente, la información que ambas magnitudes proporcionen sea coincidente.

(1) Véase J. H. Stock y M. W. Watson, "Variable trends in economic time series", en R. F. Engle y C. W. J. Granger (editores), *Long run economic relationships*, Oxford University Press, 1991.

GRAFICO 1

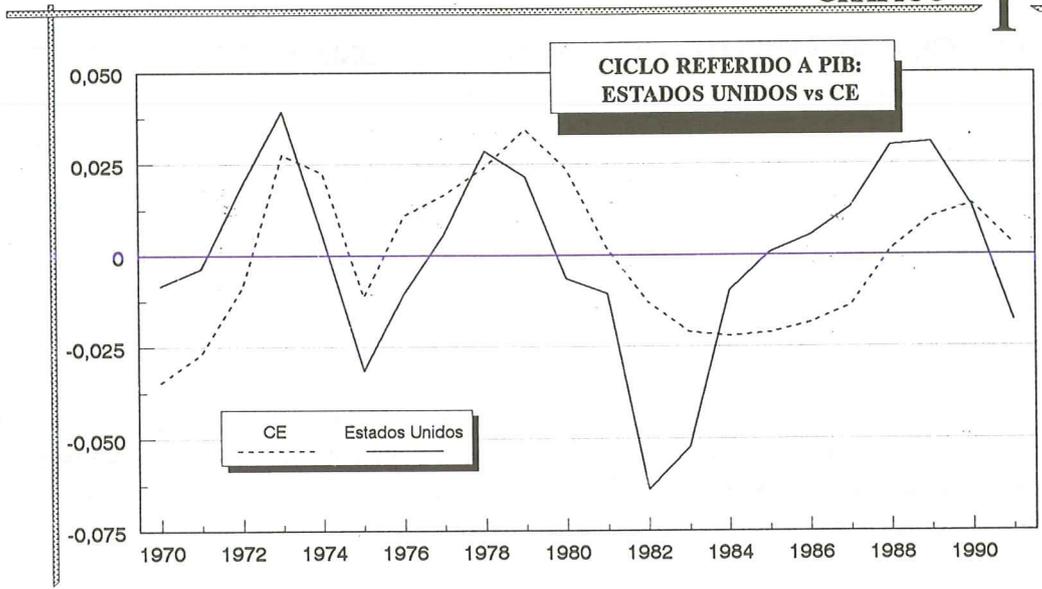
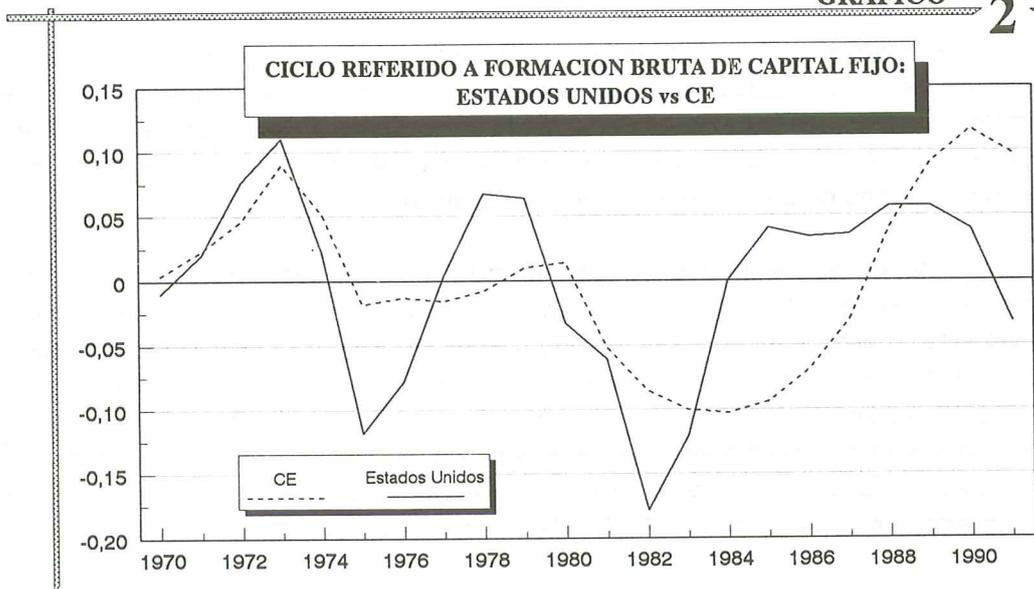


GRAFICO 2



A efectos de presentación de resultados, se consideran tres tipos de comparaciones que parecen bastante naturales:

- Estados Unidos frente a la Europa de los doce.
- Europa de los doce frente a Alemania.
- Europa de los doce frente a España.

La hipótesis a comprobar es que la evolución de las distintas economías está interrelacionada, de suerte que su comportamiento cíclico resulta relativamente similar.

Comparación de dos grandes bloques: Estados Unidos frente a la Europa de los doce.

Los gráficos 1 y 2 describen, respectivamente, el comportamiento cíclico de estas dos economías referido a PIB y referido a formación bruta de capital fijo. La fuente de información utilizada ha sido el nº 50 de *European Economy* correspondiente a diciembre de 1991.

Obsérvese que ambas economías experimentan la crisis de 1973-1975 derivada de la primera elevación de precios de los productos energéticos que se produjo a fines de 1973. A partir de 1975 llega para ambas economías una recuperación que se prolonga hasta, aproximadamente, 1979. En este año, la segunda crisis del petróleo provoca un nuevo descenso. En los Estados Unidos la fase recesiva se prolonga hasta 1982 y a partir de este año se inicia una nueva recuperación. La economía europea tiene una fase recesiva de mayor duración que se mantiene hasta, aproximadamente, 1984 ó 1985.

En Europa la nueva onda expansiva abarca el período 1985-1990, frente a Estados Unidos en que el ciclo expansivo engloba los años 1982-1989. Es decir, Estados Unidos muestra frente a Europa un cierto adelanto tanto en la fase de recuperación como de inicio del proceso contractivo.

Finalmente, los períodos 1989 hasta la actualidad para Estados Unidos y 1990 hasta la actualidad para Europa constituyen fases contractivas.

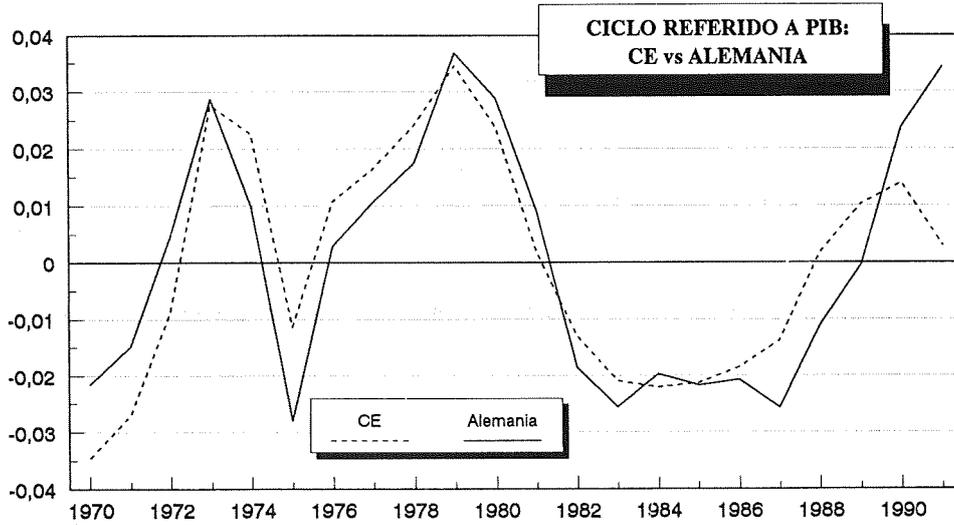
Entre los ciclos de estos dos bloques existe una asociación. En concreto, el coeficiente de correlación referido a componentes cíclicos del PIB o componentes cíclicos de la formación bruta de capital fijo se sitúa en ambos casos en 0,49, tal como el cuadro nº 1 refleja. En ocasiones, los años de inicio de las fases expansivas o contractivas no coinciden plenamente, pero en conjunto, el grado de asociación resulta elevado. En concreto, con respecto al último movimiento cíclico, parece que Estados Unidos ha desempeñado un papel líder, contribuyendo a arrastrar a Europa tanto hacia la recuperación en el período 1985-1990, como hacia la recesión a partir de 1990.

Alemania y la Europa de los doce: Dos ciclos paralelos.

Midiendo los niveles de PIB en Ecus, el peso del PIB alemán en el PIB comunitario ascendió en 1991 a un 25 por 100. Esta elevada proporción del PIB alemán sobre el comunitario es lógico que explique por sí sola una asociación entre los dos ciclos. Por otro lado, aproximadamente el 55 por 100 de las transacciones exteriores alemanas se realiza dentro del bloque comunitario. En concreto, dentro del total de importaciones alemanas, las procedentes de países de la comunidad ascendían en 1990 al 54,3 por 100. Igual porcentaje ofrecen las exportaciones alemanas a países de la comunidad frente al total de exportaciones alemanas.

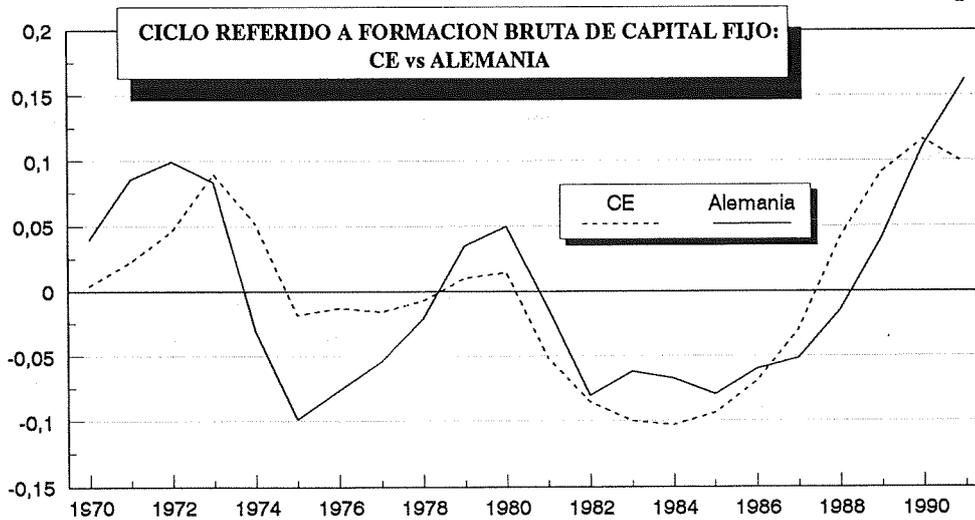
GRAFICO

3



GRAFICO

4



En este sentido, el gráfico nº 3 refleja la evolución cíclica de Alemania y de la Comunidad referida a PIB. A la vista de esta información, con claridad se destaca la fase expansiva previa a 1973, el período recesivo 1973-1975, la recuperación 1975-1979 y la nueva fase recesiva a partir de 1979. No es hasta 1984 ó 1985 cuando en la comunidad se inicia una nueva onda expansiva, mientras que en Alemania irrumpe con fuerza a partir de 1987.

CUADRO Nº 1

Coeficientes de correlación entre los componentes cíclicos				
Ciclo referido a PIB				
	España	Alemania	CE	USA
España	1	0,63	0,82(*)	0,34
Alemania	-	1	0,86(*)	0,43
CE	-	-	1	0,49(*)
USA	-	-	-	1
Ciclo referido a formación bruta capital fijo				
	España	Alemania	CE	USA
España	1	0,50	0,89(*)	0,23
Alemania	-	1	0,80(*)	0,44
CE	-	-	1	0,49(*)
USA	-	-	-	1

Los coeficientes de correlación entre los componentes cíclicos miden el grado de asociación existente. A través de un asterisco se destacan aquellas correlaciones que se comentan en el texto. Concretamente, la que se da entre España y la Comunidad, entre Alemania y la Comunidad y entre los Estados Unidos y la Comunidad.

Por último, como antes ya se ha indicado, la fase expansiva en la Europa de los doce concluye en 1990, mientras que Alemania prosigue su senda ascendente.

Si se atiende a la evolución de la formación bruta de capital fijo, tal como el gráfico nº 4 detalla, las fluctuaciones alemanas parecen más extremas que las comunitarias, si bien, básicamente, reproducen similar perfil.

El grado de asociación entre los ciclos de Alemania frente a los de la Comunidad pueden resumirse a través del simple coeficiente de correlación, que tal como el cuadro nº 1 refleja, asciende a 0,86 cuando la correlación se establece en términos de PIB y a 0,80 si se toma como referencia la formación bruta de capital fijo.

Es relativamente frecuente considerar a Alemania como la "locomotora" de la comunidad. Posiblemente éste fue su papel en el último período de recuperación. Es muy dudoso, no obstante, que desempeñe este rol en el incierto próximo futuro.

España y la comunidad: Los condicionantes externos del crecimiento español.

España, cuyas exportaciones a la Europa comunitaria representaron en 1990 un 65 por 100 del total de exportaciones y cuyas importaciones de la comunidad ascendieron en este año a un 59 por 100 del total de importaciones españolas, es claramente deudora de la evolución coyuntural europea.

GRAFICO 5

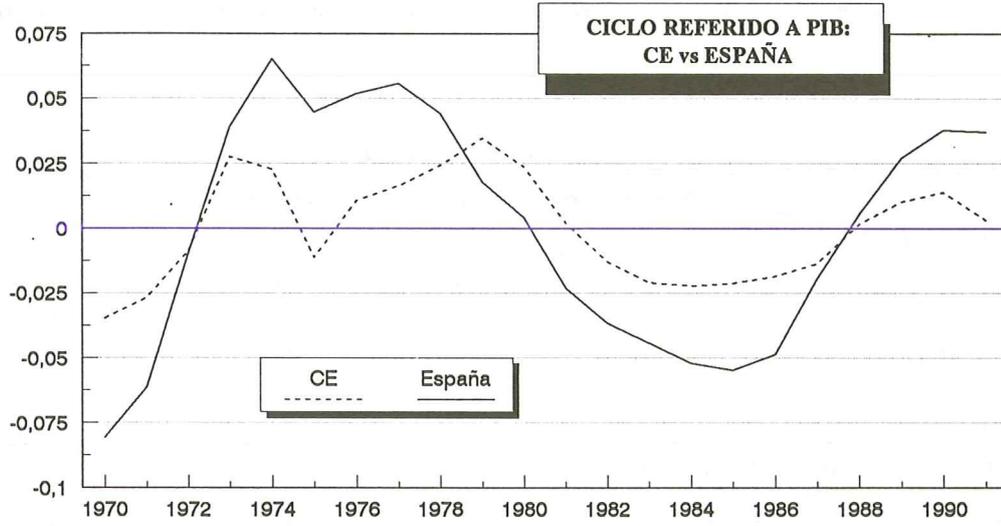
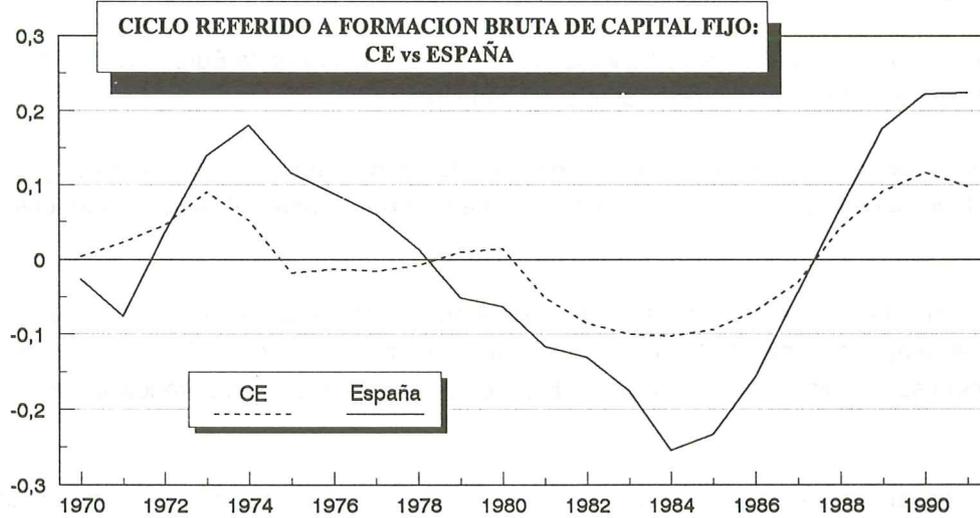


GRAFICO 6



El gráfico nº 6 que compara los componentes cíclicos del PIB español y comunitario, refleja las mismas fases que las previamente descritas, con la característica de que estos componentes cíclicos muestran mayor intensidad expansiva o contractiva en España que en el conjunto de países de la Europa de los doce. En concreto, la fase expansiva se prolonga de 1970 a 1974. La recesión se produce a partir de esta fecha, y se acentúa con posterioridad a 1977, hasta alcanzar el mínimo en 1985. Desde este año hasta 1990 la expansión del PIB es muy notoria, con un crecimiento medio próximo al 5,6 por 100 anual. Finalmente, el año 1990 marca el inicio de una nueva recesión. En cuanto a la correlación de los componentes cíclicos del PIB de España frente a la comunidad asciende a 0,82.

Por lo que respecta a la formación bruta de capital fijo, la fase contractiva es muy intensa en la década 1974-1984, con una reducción del 2,4 por 100 anual, frente a una rápida recuperación en el período 1984-1990, caracterizada por un crecimiento medio del 10,4 por 100 anual. El año 1990 representa también el fin del ciclo inversor. Al igual que en el caso del PIB, el coeficiente de correlación entre los componentes cíclicos de la formación bruta de capital fijo español y comunitario se sitúa en el elevado valor de 0,89.

La intensa tasa de acumulación de capital que se ha producido en España en los últimos años ha excedido a la oferta de ahorro interno, de forma que el déficit de la balanza por cuenta corriente se situó en 1991 en el entorno del 3,5 por 100 del PIB. Esta financiación externa del proceso inversor se ha producido en buena parte a consecuencia de un diferencial de tipos de interés resultante de la mezcla de una política fiscal expansiva y monetaria contractiva. No obstante, se trata de un equilibrio inestable tal como los acontecimientos recientes ponen de manifiesto. Invertir sobre la base del ahorro externo en una estrategia arriesgada si la economía experimenta a la vez un proceso de pérdida de competitividad y de disminución de la rentabilidad del capital, y la atracción de ahorro externo es consecuencia de unos tipos de interés mantenidos artificialmente elevados como consecuencia, al menos en parte, del desequilibrio en las finanzas públicas.

Tradicionalmente, la restricción exterior ha constituido una limitación a las posibilidades de expansión de la economía española. En las actuales circunstancias esta restricción exterior se añade a los factores internos, lo que puede traducirse en una acentuación de la fase recesiva.

Consideraciones finales.

El propósito de esta breve nota ha sido mostrar la asociación existente entre la evolución coyuntural de las distintas economías. A través del simple procedimiento de ajustar tendencias se ha tratado de aproximar la evolución cíclica de los Estados Unidos, la Europa comunitaria, Alemania y España. Se observa una correlación relativamente elevada entre la evolución cíclica de los Estados Unidos y de la Europa de los doce. Por otro lado, dentro de la Europa comunitaria, la asociación entre la evolución cíclica de Alemania y Europa y de España y Europa es muy elevada. Aunque los años concretos de inicio de una expansión o de inicio de una contracción no siempre coinciden, la información gráfica así como el cuadro nº 1 transmiten la idea de interrelación entre las distintas economías en las dos últimas décadas. Dada la importancia de las transacciones exteriores, este es el resultado que cabía prever.

Por lo que respecta a la economía española, la fase recesiva que se dibuja a partir de 1990 coincide con un comportamiento similar para la Europa comunitaria. El efecto negativo que una coyuntura exterior desfavorable tiene para el futuro de nuestra economía, resulta acentuado por la restricción que pueda suponer el desequilibrio exterior acumulado en los años de expansión económica y financiado a través de un inestable proceso de entrada de capital exterior, resultante de unos tipos de interés anormalmente elevados, en el contexto de una economía que experimenta una progresiva pérdida de competitividad y de rentabilidad del capital. El riesgo de un hermoso sueño -financiar de forma permanente con déficit exterior la insuficiencia de ahorro interno- es despertar cayéndose de la cama.

SOBRE LA DESTRUCCION DE EMPLEO EN 1992⁽²⁾

José de Hevia (FEDEA) y Alfonso Novales (U. Complutense)

1. SOBRE LA EPA DEL SEGUNDO SEMESTRE.

La encuesta de Población Activa (EPA) del segundo trimestre del año redonda en los aspectos que, desde principios de 1.991, se han venido observando en el mercado de trabajo español:

- 1) Destrucción neta de puestos de trabajo.
- 2) Ligero crecimiento de la Población Activa.
- 3) Aumento del paro, como consecuencia de la pérdida de Empleo, aunque moderada por el reducido incremento registrado en la Población Activa.

En base a la información disponible, *prevemos una pérdida de 205.000 empleos a lo largo de 1992*; creemos importante puntualizar que esta cifra coincide exactamente con la previsión que publicamos a finales de 1991, lo que significa que la información contenida en las dos encuestas trimestrales publicadas hasta ahora no ha hecho sino corroborar tal estimación. En base a ella, *esperamos un crecimiento real de tan sólo un 1.1% para 1992*, muy por debajo de las previsiones oficiales iniciales, así como de las tasas que hubieran sido precisas para la creación de empleo.

La Encuesta de Población Activa del segundo trimestre de 1992 presentaba, como información agregada: una generación neta de 8.700 puestos de trabajo, un aumento en la Población Activa de 62.700 personas, y un aumento del paro en 54.000 personas. Dentro del mensaje negativo que supuso el aumento en el número de parados, estos datos fueron analizados en algunos medios de comunicación desde el punto de vista de la información sectorial: de este modo, se evaluó positivamente lo que se consideró como un "freno en la destrucción del empleo industrial". También se puso especial énfasis en el hecho de que la destrucción de empleo se produjese tan sólo en el sector de Agricultura y Pesca.

En relación con nuestras previsiones, el comportamiento de los grandes agregados: Empleo, Población Activa y Parados ha sido el esperado, como puede verse en el cuadro nº 1. La descomposición sectorial del empleo ha encerrado algunas desviaciones respecto a las expectativas, con un comportamiento del empleo agrícola y en la construcción más positivo de lo que preveíamos. La tasa de paro está en los niveles anticipados.

Tras dos trimestres de importante destrucción de empleo, el ligero aumento del mismo durante el segundo trimestre es, de confirmarse en el futuro inmediato, una buena noticia; sin embargo, aun en este supuesto, el

(2) Trabajo elaborado en el ámbito del proyecto PBS 90-0940, bajo financiación del la DGICYT.

proceso de pérdida de puestos de trabajo en el último año ha sido dramático, alcanzando la cifra de 165.000. El aumento del paro ha sido ocasionado por un incremento, relativamente importante, en la Población Activa.

CUADRO Nº 1

ENCUESTA DE POBLACION ACTIVA. SEGUNDO TRIMESTRE DE 1992			
(En miles de personas)			
	Previsión	Dato	Error
OCUPADOS	12.423,4	12.457,7	34,3 (+0,3%)
Asalariados	9.037,8	9.144,3	106,5 (+1,2%)
ACTIVOS	15.086,0	15.143,8	57,8 (+0,4%)
PARADOS	2.662,6	2.686,1	23,5 (+0,9%)
OCUPADOS			
Agricultura	1.231,2	1.256,9	25,7 (+2,0%)
Industria	2.867,3	2.859,4	-7,9 (-0,3%)
Construcción	1.187,3	1.215,9	28,6 (+2,4%)
Servicios	7.137,6	7.125,6	-12,0 (-0,2%)
TASA DE PARO	17,6%	17,7%	

2. EL EMPLEO SECTORIAL

El gráfico nº 1 muestra la evolución de la ocupación, por sectores de actividad económica, *durante el segundo trimestre* de cada uno de los años que allí aparecen; en él se aprecia la importante creación de empleo en el sector servicios, más lenta a partir de 1989, así como una sistemática destrucción de empleo agrícola. El presente año no ha sido una excepción: **el empleo en estos dos sectores ha experimentado variaciones de distinto signo y aproximadamente de igual magnitud**; junto con la escasa generación de empleo en la industria y la construcción, se tiene el estancamiento en la ocupación al que ya nos hemos referido.

Con las matizaciones que requiere el análisis de todo dato puntual, aunque el empleo industrial haya mejorado con respecto a trimestres previos, el gráfico nº 1 ilustra **la delicada situación por la que atraviesa el mercado de trabajo español**.

Dadas las especiales circunstancias que reviste la evolución del empleo en Agricultura y Pesca, tiene interés analizar la evolución, asimismo *durante el segundo trimestre* de los últimos años, del nivel de ocupación, haciendo abstracción del mencionado sector. De este modo, el gráfico nº 2 confiere una idea de suavidad tendencial en la evolución del empleo no agrícola que no estaba tan presente en el gráfico anterior. Se aprecia claramente cómo, al igual que ha ocurrido con los flujos anuales, durante el segundo trimestre de 1985 se produjo una importante creación de empleo no agrícola, que no hizo sino acelerarse en los años siguientes; dicho proceso tocó techo en 1988, aunque se mantuvo un alto ritmo de generación de empleo; en los últimos años, la creación de puestos de trabajo se ha frenado claramente, situándose este año por primera vez por debajo de lo conseguido en 1985.

GRAFICO 1

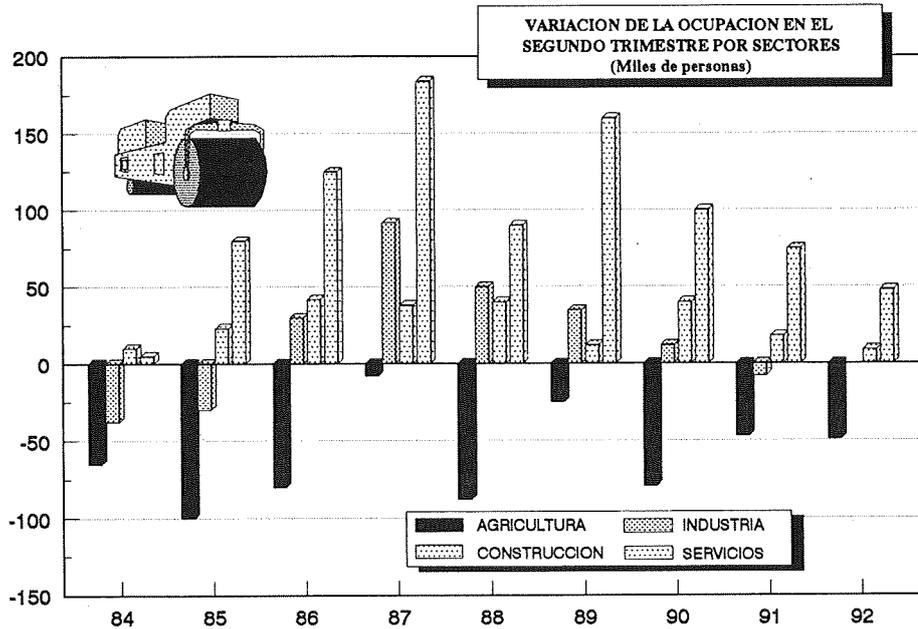
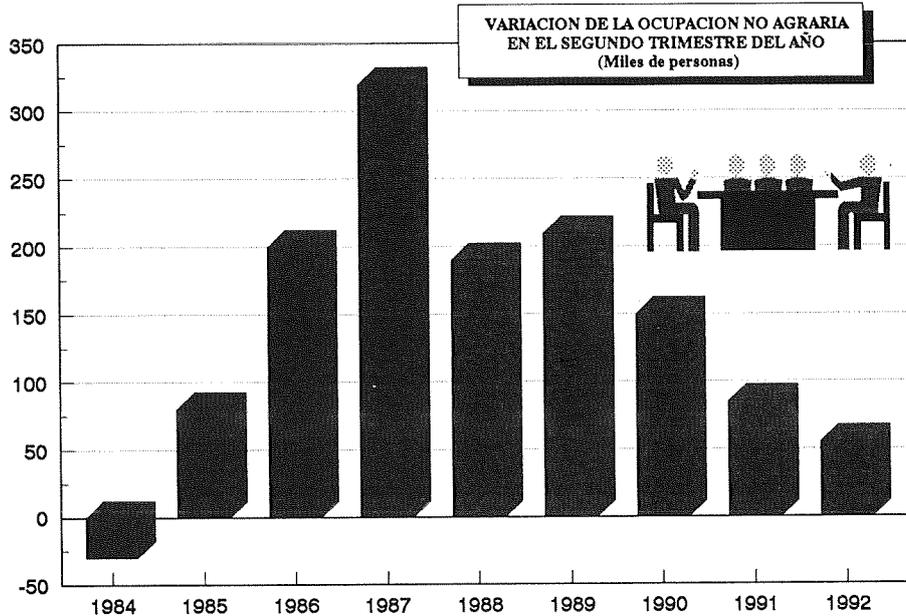


GRAFICO 2



Para tratar de eliminar posibles componentes erráticos en las encuestas trimestrales, el gráfico nº 3 muestra la evolución semestral de la ocupación; el gráfico es bastante ilustrativo de lo acaecido en el mercado de trabajo español desde mitad de 1985. En él aparece asimismo con bastante claridad el continuo deterioro en el número de empleados desde 1989. De acuerdo con nuestras previsiones, 1992 será el primer año en casi una década en que se destruya empleo en ambos semestres; en particular, lo que ya constituye un dato objetivo, por realizado, de esta situación es *la pérdida de 101.000 puestos de trabajo durante el primer semestre de este año.*

Lo que ocurra con el número de parados depende, no sólo de la capacidad de generación de empleo de la economía, sino también de las decisiones de los agentes individuales de tomar parte activa en el mercado de trabajo. Por ejemplo, en el segundo trimestre que ahora analizamos, al haberse estancado el empleo, prácticamente todo el incremento trimestral en Población Activa se ha convertido en un incremento similar en el número de Parados: el gráfico nº 4 ilustra esta situación; aunque dicho gráfico no retrocede tanto en el tiempo, cabe puntualizar que la evolución del número de parados ha sido la peor en un segundo trimestre desde 1980.

3. PREVISIONES DEL MERCADO DE TRABAJO PARA FINALES DE 1992.

Nuestras previsiones para finales de año continúan apuntando a una importante pérdida de empleo: según esta evaluación, se destruirán 205.000 puestos de trabajo, un 1,64% del empleo. Con 172.000 personas incorporadas activamente al mercado de trabajo, se tendría durante 1992 un aumento de 378.000 parados, un incremento del 14,7% sobre finales de 1991.

CUADRO Nº 2

ENCUESTA DE POBLACION ACTIVA. PREVISIONES PARA FINALES DE 1992				
(En miles de personas)				
	Dato 91/IV	Previsión antes del dato II/92	Previsión después del dato II/92	VARIACION ANUAL (3)-(1)
OCUPADOS	12.558,9	12.272,4	12.353,2	-205,7
Asalariados	9.346,8	8.794,3	9.013,8	-332,7
ACTIVOS	15.125,1	15.213,1	15.297,2	172,1
PARADOS	2.566,2	2.940,7	2.944,0	377,8
OCUPADOS				
Agricultura	1.274,6	1.164,1	1.190,2	-84,4
Industria	2.880,1	2.826,0	2.822,4	-57,7
Construcción	1.268,5	1.127,0	1.183,0	-85,5
Servicios	7.135,7	7.155,4	7.157,6	21,9
TASA DE PARO	17,0%	18,7%	19,2%	

Se producirá una importante destrucción de empleo en todos los sectores excepto Servicios, donde se generará empleo, si bien de forma muy ligera. Ello hará que se produzca un deterioro adicional en la tasa de paro agregada, que podría rebasar el 19% a finales del año en curso. El gráfico nº 5 muestra previsiones agregadas: lamentablemente, no cabe sino esperar, en estos momentos, que la destrucción de empleo y el aumento en el número de parados durante 1992 excedan lo ocurrido en los últimos años.

GRAFICO 3

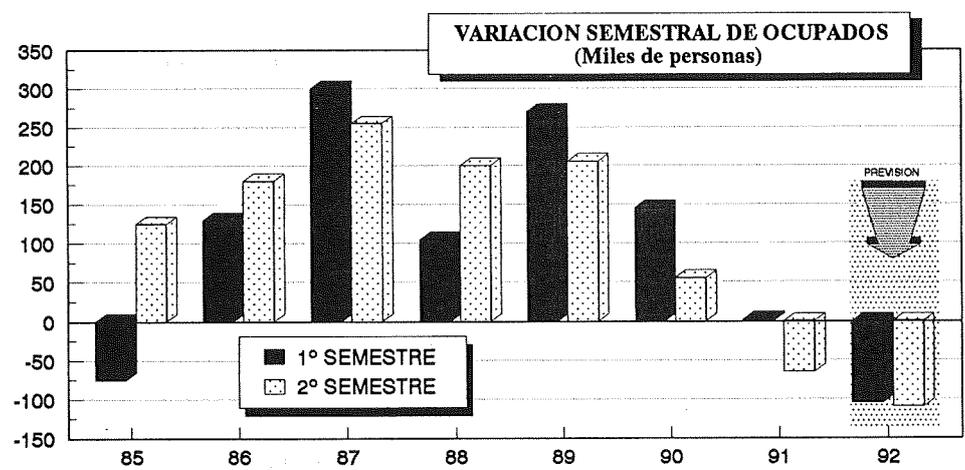


GRAFICO 4

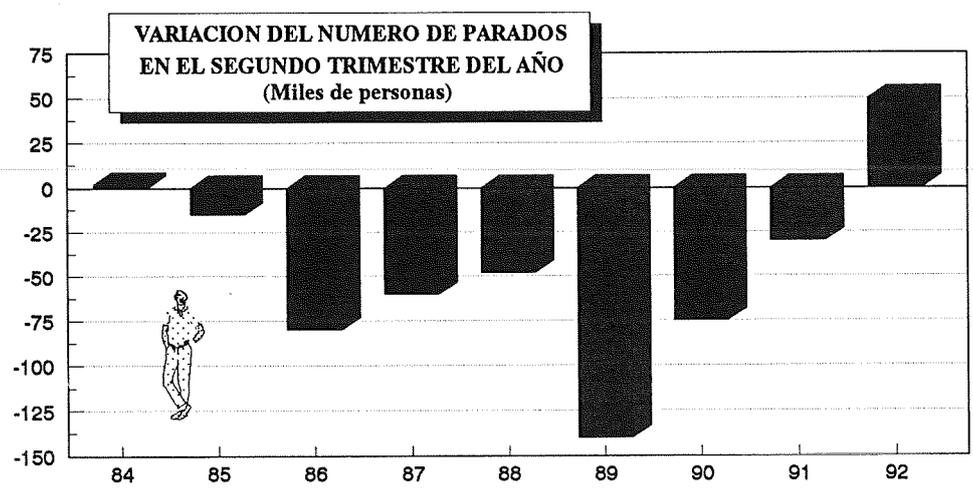
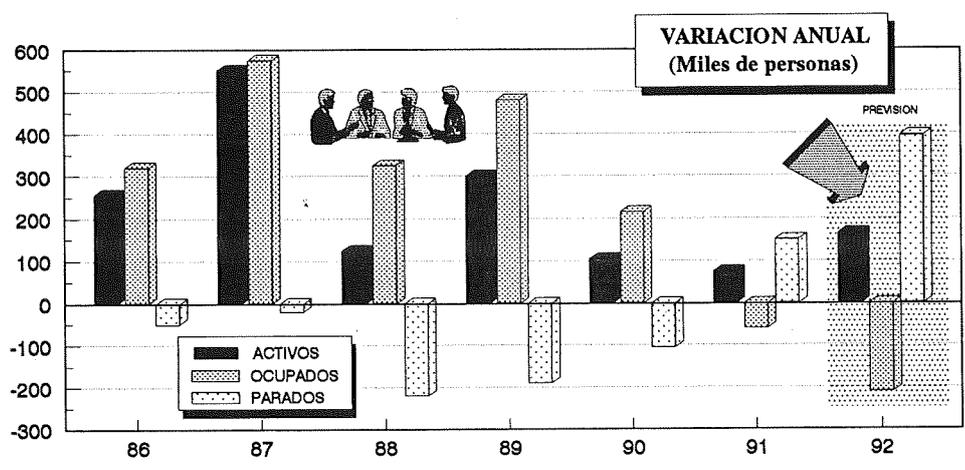


GRAFICO 5



Es siempre importante colocar una previsiones actualizadas como éstas en el adecuado marco temporal: de este modo, comparando con nuestra evaluación a finales de 1991, podemos deducir el signo de la información que, acerca del mercado de trabajo, hemos recibido durante el primer semestre de 1992. A finales del año pasado, preveíamos -como publicamos en estas mismas páginas (Cuadernos de Información Económica nº 60)- una caída del empleo durante 1992 (233.000 ocupados) muy similar a la que ahora anunciamos, así como el mismo aumento de la Población Activa (172.000 personas) que ahora proponemos. Ello refleja el hecho de que el primer semestre del año no ha sido muy relevante, desde el punto de vista informativo, en cuanto a truncar las expectativas de evolución -lamentablemente, de signo negativo-, que elaboramos a finales del año pasado. En este sentido, no observamos todavía indicios de que la actual tendencia del mercado de trabajo español vaya a mejorar en el futuro inmediato.

4. ANALISIS COMPARATIVO DE SISTEMAS DE PREVISION.

El cuadro nº 3 presenta, de forma resumida, las previsiones y/o objetivos de diversas instituciones acerca de la evolución del mercado de trabajo durante 1992. Debe precisarse que las estimaciones de las agencias oficiales son anteriores a los acontecimientos económicos del verano, y quizá ahora dichas instituciones rebajarían sus expectativas: en cualquier caso, tal corrección aún no se ha producido oficialmente. Por otra parte, aunque las previsiones de FEDEA son claramente más negativas, recordemos, como se afirma en otro lugar en este texto, que apenas han variado desde que se elaboraron por primera vez a finales de 1991.

CUADRO Nº 3

PREVISIONES PARA 1992/IV			
	FEDEA*	DGPC**	OCDE***
OCUPADOS	-205.700	76.000	
PARADOS	377.800	14.000	
Crecimiento Población Activa	1,1%	0,6%	0,4%
Crecimiento Empleo	-1,6%	0,6%	0,6%
Aumento de Parados	14,7%	0,6%	
TASA DE PARO	19,4%	16,3%	16,1%

* Previsiones realizadas en septiembre de 1992.

** Previsiones realizadas en abril de 1992.

*** Previsiones realizadas en junio de 1992.

Fuente: OCDE Economic Outlook, Mº de Economía y Hacienda, Dirección General de Previsión y Coyuntura (DGPC). Proyecciones macroeconómicas contenidas en el Plan de Convergencia aprobado por el Parlamento.

5. LA ACTIVIDAD ECONOMICA DURANTE 1992.

En las secciones previas hemos presentado nuestras expectativas de evolución del empleo durante 1992; para ello, hemos conjugado las encuestas EPA del primer semestre con nuestras previsiones para los dos últimos trimestres del año. Si la utilización de los *inputs* productivos distintos del empleo -capital, energía, etc.-, no hubiese sufrido variación durante el año, y si no se produjesen ganancias ni pérdidas de productividad, entonces cabría esperar una relación estrecha entre la evolución del empleo y la de la actividad productiva.

Estas son dos hipótesis no muy verosímiles pero, no disponiendo de información estadística que permita su contrastación, las tomamos como aproximadamente ciertas; ellos nos permite utilizar nuestro análisis del empleo para estimar el ritmo de actividad productiva de la economía española durante el año en curso.

En la sección anterior hemos expresado nuestras previsiones acerca de una pérdida de 84.000 empleos en Agricultura y Pesca, de 58.000 en la Industria, y de 85.000 en la Construcción, mientras que se generarían 22.000 empleos en el sector Servicios. Los modelos de indicadores que utilizamos para prever el crecimiento económico utilizan, además de los flujos de creación y destrucción de puestos de trabajo, las inercias existentes en la actividad productiva, y nos proporcionan las siguientes estimaciones:

PREVISIONES DE CRECIMIENTO ECONOMICO DURANTE 1992

	(1) Dato PIB a finales de 1991	(2) Previsión PIB a finales de 1992	(3) Crecimiento del PIB en 1992: (2)/(1)	(4) Crecimiento del PIB en 1991
Agricultura	1.959,8	2.023,0	3,22%	-2,3%
Industria	3.349,4	3.269,2	-3,28%	0,7%
Construcción	10.761,3	10.804,9	1,31%	3,7%
Servicios	23.800,7	24.153,3	1,48%	3,4%
TOTAL (PIB)	39.956,2	40.426,1	1,13%	2,4%

En la tabla anterior se han utilizado los datos del PIB en pesetas constantes, con base 1985/1986, que aparecen en *Cuentas Financieras de la Economía Española: 1982-1991*, que acaba de publicar el Banco de España. Como se aprecia en la tabla, nuestras estimaciones hacen pensar que el actual ejercicio económico constituirá un descenso generalizado de la actividad productiva, con un crecimiento agregado del 1,2%, muy reducido, dado que se está produciendo en el contexto que ya hemos adelantado de destrucción de 205.000 puestos de trabajo.

ECONOMIA INTERNACIONAL

EL TRATADO DE MAASTRICHT. PERSPECTIVAS

Ramón Boixareu Areny

Antecedentes.

En un artículo publicado en *Financial Times* el 24 de Marzo de 1988 (*Cuadernos de Información Económica*, nº 13), Samuel Brittan, después de señalar las ventajas del Sistema Monetario Europeo y de subrayar los resultados positivos que, gracias al mismo, se estaban obteniendo en materia de inflación, escribía lo siguiente: "No obstante, el progreso realizado en este campo se verá amenazado si el SME no progresa hasta alcanzar una unión monetaria completa y, en definitiva, una moneda común, lo que le situaría a un mismo nivel que otros mercados unificados como Estados Unidos". Y si alguien pensara que esto es utópico -según comentando Brittan- debería recordar que el nuevo Consejo Financiero franco-alemán acababa de celebrar la primera de sus previstas reuniones trimestrales, que el Bundesbank había estudiado ya esta materia, y que lo único que parecía preocuparle a éste era que el Banco Central Europeo que pudiera crearse tuviera una autonomía total si no se quería que fuera sinónimo de inflación. "Un mercado europeo único sin una moneda europea sería como un edificio sin fundamento", terminaba diciendo Brittan.

En realidad, la idea de una **unión económica y monetaria** ha sido acariciada en los medios comunitarios por lo menos desde 1969, pero su actualización y concreción más inmediata tuvo lugar con motivo de la aprobación del **Acta Unica Europea** de 1985 (ratificada en 1987), que creaba el mercado unificado para 1993. Más adelante, en su reunión de Hannover de los días 27 y 28 de Junio de 1988, el Consejo Europeo confirmaba el objetivo de la realización progresiva de tal unión económica y monetaria, decidiendo estudiar la manera de alcanzar dicho fin, a cuyo objeto se acordaba encomendar a un Comité presidido por el Presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, "la tarea de estudiar y proponer etapas concretas conducentes a la unión". El informe que elaborará este Comité, será analizado en la reunión que el Consejo Europeo iba a celebrar en Madrid en Junio de 1989.⁽¹⁾

Y así fue, en efecto. Los Jefes de Estado y de Gobierno, reunidos en la capital española, hicieron público, al término de sus debates, un comunicado en el que se decía, en lo fundamental, lo siguiente:

1. El Consejo Europeo reitera su determinación de realizar progresivamente la unión económica y monetaria, tal como está previsto en el Acta Unica, confirmada con ocasión del Consejo Europeo de Hannover. La unión económica y monetaria debe considerarse como la culminación del mercado interior.
2. El Consejo Europeo considera que el informe del Comité presidido por Jacques Delors, que define un proceso que ha de conducir por etapas a la unión económica y monetaria, responde plenamente al mandato que se le dio en Hannover.

⁽¹⁾ Véase en el nº 28/29 de *Cuadernos de Información Económica (CIE)* correspondiente a Julio/Agosto de 1989, la traducción íntegra del "Informe sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea", elaborado por el Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria.

3. El Consejo Europeo decide que la primera etapa de la realización de la unión económica y monetaria dará comienzo el 1 de Julio de 1990.

4. El Consejo Europeo pide a las instancias comunitarias competentes que... realicen los trabajos preparatorios necesarios para reunir una conferencia intergubernamental, para el establecimiento de las etapas posteriores. (CIE núm. 28/29).

La reunión de Madrid, por consiguiente, y a pesar de la resistencia ofrecida por la representación británica presidida por Margaret Thatcher, constituyó un éxito por lo que se refiere a la puesta en marcha de los mecanismos que habrían de llevar, eventualmente, a la creación de la UEM.

A partir de entonces, los acontecimientos se precipitan, estimulados, además, por la dinámica favorable a la UEM que se generó en la cumbre de Roma de Octubre de 1990. La conferencia intergubernamental a la que se aludía en el comunicado de Madrid, se reunía poco después en la capital italiana, en Diciembre de ese mismo año, en medio de las mayores expectativas. "La conferencia intergubernamental que se inicia para tratar de la unión económica y monetaria" -escribía Hilmar Kooper, portavoz del Consejo de Dirección del Deutsche Bank, en *Financial Times*- "resultará crucial para el futuro de Europa. Es importantísimo que esta conferencia, así como la otra que se ha de celebrar paralelamente sobre la unión política, sea un éxito. La década de los 90 será la década de Europa si nos mostramos dispuestos a olvidar algunas de nuestras trasnochadas ilusiones de soberanía nacional".

Transcurre así una etapa de febril actividad, en la que políticos y técnicos van viendo la manera de superar los sucesivos obstáculos que se van presentando en el camino hacia un acuerdo: el estatuto del futuro Banco Central, la política social, el problema de la moneda única frente a una moneda común, "la Europa de dos velocidades", etc. Con todo, y como decía el título de un artículo de Tim Carrington en *The Wall Street Journal*, el mundo presenciaba "la incontenible marcha hacia la unión monetaria europea". Los arquitectos de la nueva Europa "están discutiendo cómo avanzar", decía Carrington. "Bruselas y Bonn intercambian diatribas a propósito de las últimas propuestas alemanas. Francia muestra su desilusión ante las respuestas que han merecido sus ideas. Gran Bretaña pone cara de circunstancias en su retiro insular. Todo esto podría llevar a la conclusión de que la campaña a favor de la UEM acabará como el rosario de la aurora. Pero es el caso que el mercado no lo cree ni lo quiere así".

Un momento importante del proceso hacia la unión, o por lo menos hacia el acuerdo sobre ésta, se produce cuando los ministros de Hacienda comunitarios, reunidos en Luxemburgo el 11 de Mayo de 1991, deciden que los países miembros de la CEI, pondrán 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).

Philippe Lemaitre comentaba la situación en *Le Monde* en los siguientes términos: "Todavía subsisten divergencias entre los Doce a propósito de la segunda etapa del proceso hacia la UEM. Tales divergencias oponen especialmente a Francia y a Alemania por lo que se refiere al Banco Central Europeo. Pero ambos países minimizan el alcance de las diferencias y, sobre todo, excluyen que éstas puedan 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".

Así era, en efecto, según todo parecía indicar. Pero el progreso del plan seguía encontrando no pocos obstáculos. La Conferencia Intergubernamental proseguía sus reuniones y las presidencias de la CEI continuaban alternándose en su ciclo rotatorio. "Los luxemburgueses (que habían presentado el último borrador de proyecto de unión durante su presidencia en la primera mitad de 1991), habían hecho un buen trabajo, pero sus textos resultaron un tanto oscuros", decían Andrew Hill y Peter Norman en *Financial Times*.

Les habían sucedido los holandeses, los cuales recondujeron el debate sobre la UEM al problema fundamental de si la Comunidad debía avanzar hacia la unión sobre la base de una mayor convergencia de los resultados económicos conseguidos por cada uno de los países miembros -la llamada alineación con el mejor- o si debería existir una imposición desde arriba de las estructuras y de las fechas límite. El borrador holandés, en definitiva, suponía un plan evolutivo, en el que los bueyes se situaban delante de la carreta y en el que se daba a la convergencia el papel que le correspondía, aunque con ello se reconociera oficialmente, por vez primera, la perspectiva de una unión de dos velocidades.

Se llega así a la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno comunitarios celebrada en la ciudad de Maastricht los días 9 y 10 de Diciembre de 1991 y, en definitiva, al acuerdo que recibió el nombre de esta ciudad holandesa. "La cumbre de Maastricht" -escribía en estas mismas páginas Juan Pérez-Campanero (nº 56/57 de CIE)- "es un hito en el proceso de integración europea que, aunque con una larga gestación que hay que remontar como poco al Informe Werner de 1970, sólo ha sufrido un impulso decisivo a partir de la segunda mitad de la década de los 80... Por primera vez se ha llegado a un acuerdo definitivo en torno a aspectos esenciales de la moneda única y sus instituciones, acuerdo que será sacralizado con la máxima jerarquía jurídica comunitaria como reforma al Tratado de Roma o protocolos anejos al mismo". El acuerdo de Maastricht, añadía Pérez-Campanero, centraba el debate sobre la unión monetaria: "Habrá moneda única en 1999 como muy tarde. El proceso, ya irreversible, seguirá los pasos que se indican en el cuadro 2".

Este cuadro 2 del trabajo citado recogía las fases "técnicas" que debería ir siguiendo el proceso de unión, hasta la culminación de éste en 1999. Pero ni el Tratado, ni el cuadro, ni nadie, podía entonces prever la magnitud de los obstáculos políticos que el acuerdo habría de encontrar en el proceso de ratificación.

Se contaba, por supuesto, con la resistencia británica, manifestada de una u otra forma, con mayor o menor acritud, durante toda la fase del proceso negociador. Ahora bien, tal resistencia, por sabida, había podido ser, por decirlo así, neutralizada en cierto modo, a través de las correspondientes provisiones del Tratado mismo, con lo que la progresión hacia el objetivo final quedaba, por este lado, más o menos asegurada.

Con lo que no se contaba ni se podía contar era con la resistencia que el acuerdo encontraría en otras partes. Porque resulta, en efecto, que a lo largo de todo el curso de las negociaciones -que como se ha visto, se prolongaron durante meses y meses-, apenas se observaron ni se manifestaron señales significativas de oposición que pudieran hacer pensar que el acuerdo corriera el peligro de no ser ratificado cuando, llegado el momento, los respectivos países debieran proceder a este trámite. ¿Qué hacían, pues, los que después se mostrarían ardientes opositores a Maastricht, durante todo el tiempo de preparación del acuerdo?. Porque nadie podrá decir que Maastricht fuera una caja cerrada, un texto imprevisible preparado a escondidas o en secreto que sorprendiera a los ciudadanos en el momento de hacerse público. Todo el mundo que quiso pudo ir siguiendo a lo largo de un tiempo considerable cómo las cosas se iban definiendo y cuál sería el resultado final. ¿Por qué, entonces, no se protestó, no se objetó a lo largo de tal proceso?. ¿Qué hacían mientras tanto los líderes políticos, sobre todo franceses, que más tarde tanto han combatido para que el Tratado no fuera ratificado?.

El Tratado de Maastricht, sin duda, fue recibido con esperanza, e incluso con un positivo clamor. Norbert Walter, primer economista del Deutsche Bank, escribía en *The Wall Street Journal* de 13/14 de Diciembre de 1991: "Hay diferentes razones que obligan a sacar adelante la unión monetaria. Obviamente, todos los países miembros se beneficiarán de la introducción de una moneda única en la medida en que quedarán reducidos o eliminados, en el marco del mercado único, los riesgos derivados de la evolución de los tipos de cambio, así como los costes de las conversiones. La pérdida de la soberanía nacional que de ello resulte -consecuencia del menor protagonismo de cada país individual en materia de política monetaria- será, en la mayor parte de

los Estados miembros, más aparente que real, más *de jure* que *de facto*. En realidad, la pérdida de soberanía que se acaba de decidir, sólo afecta al ancla de todo el sistema presente, es decir, al *deutschemerk*".

Así es, en efecto. Ahora bien, si los alemanes, que eran los que más cedían, y los que más podían perder con la unión, celebraban la llegada de ésta, ¿cómo se podía pensar que fueran otros los opositores más tenaces?. Realmente, lo que más sorprende de todo este negocio es que Alemania estuviera dispuesta a dar su asentimiento a la UEM.

"Maastricht, preludio de un gran futuro". Este era el título de un editorial del *New York Times* de los días en que se concluyó el acuerdo. "Llegada la próxima generación -decía NYT- "cuando los escolares estudien el resurgir de Europa después de la Segunda Guerra Mundial, lo más probable es que concentren su atención en el acontecimiento decisivo que ha sido la reunión en la cumbre que ha tenido lugar esta semana en la ciudad holandesa de Maastricht. En ella, los países miembros de la Comunidad Europea han aprobado los Tratados que han de forjar unas políticas económicas, de defensa y exterior comunes. La idea es propulsar Europa para que entre en el siglo XXI como una potencia coherente capaz de hacer frente a los retos económicos y políticos de Norteamérica y Asia... Si los miembros de la CEI continúan haciendo gala del mismo espíritu de compromiso constructivo, la próxima generación de escolares verá en Maastricht el preludio de una prosperidad gloriosa".

Estos y otros comentarios parecidos no podían dejar de alegrar el horizonte.

El Tratado. Pros y contras.

¿Qué es lo que se había logrado en Maastricht?. *Financial Times*, en un editorial, lo sintetizaba del siguiente modo:

- Un compromiso definitivo de unión económica y monetaria para 1999 entre aquellos países que reúnan unas condiciones determinadas.
- En materia de defensa, una delegación de responsabilidades en la Unión de la Europa Occidental, "parte integrante del desarrollo de la Unión Europea".
- Una ciudadanía europea.
- Un nuevo "fondo de cohesión" para la ayuda a los países miembros relativamente pobres.
- Un programa social más amplio.
- La intervención de la Unión Europea en cuestiones de inmigración.
- El fortalecimiento -aunque modesto- de los poderes del Parlamento Europeo.

Por razones obvias, la atención de este comentario se centrará en el punto primero -y más importante- de la expresada relación.

Ya en el número de *Cuadernos de Información Económica (CIE)* correspondiente a Noviembre/Diciembre de 1991, presentaba Ricardo Cortes -con base en información, si no reservada, sí inédita hasta entonces- el texto de los acuerdos alcanzados en materia de unión económica y monetaria, acompañado de algunos comentarios personales. El *Diario Oficial de las Comunidades Europeas* no publicó el texto del Tratado hasta

últimos de Julio. Antes, con todo, ya lo habían dado a conocer algunos editores privados, por lo que se puede decir que el texto del acuerdo se puso pronto al alcance de aquellos que tuvieran interés en conocerlo⁽²⁾.

El Tratado, aprobado en Maastricht por los Jefes de Estado y de Gobierno comunitarios el 11 de Diciembre de 1991, fue firmado, también en Maastricht, el 7 de Febrero del año en curso. A partir de esta fecha, comenzaba la fase de ratificación del acuerdo. Ahora bien, este proceso, que, según se ha dicho, se preveía relativamente apacible, tropezó de inmediato con el sorprendente voto negativo de los daneses (en el único referendum, junto con el de Irlanda, previsto en un principio), con lo que se inició la larga serie de interrogantes que a continuación se han ido planteando, a propósito, primero, de la manera de superar el "no" de Dinamarca y, seguidamente, de la esencia misma y del propio contenido de los acuerdos alcanzados en Maastricht. Esta situación, obviamente, se complicó aún más cuando, después de la imprevista y un tanto sorprendente decisión del presidente Mitterrand de celebrar también un referendum en Francia, se constató que los opositores de Maastricht eran más numerosos y de mayor entidad de lo que se había creído, y que se multiplicaban, por las razones que fueran, a medida que la campaña avanzaba.

El referendum francés ha dado lugar, literalmente, a miles de artículos, en Francia y fuera de ella, lo que prueba la trascendencia del tema que se ha sometido a la decisión de los ciudadanos. Este ha sido analizado desde todos los puntos de vista posibles, si bien es probable que lo político haya dominado sobre lo económico. Sea como fuere, ¿qué selección podría hacerse de lo publicado para obtener de ello, como por destilación, alguna enseñanza útil?

Entre las críticas más autorizadas destacaríamos dos, formuladas, una, por Maurice Alais, el Premio Nobel de economía francés ("Mis reservas al Tratado de Maastricht", *Política Exterior*, nº 28, VI-Verano 1992), y la otra por Martin Feldstein, Profesor de Economía en Harvard ("Alegato contra la UEM", *Cuadernos de Información Española*, nº 4/65, Julio/Agosto 1992), sin olvidar los juicios que el Tratado mereció de parte del Banco de Pagos Internacionales, a los que también nos referiremos.

El análisis de Alais es prolijo e incisivo. El texto de Maastricht, a su juicio, es "un documento poco razonable". "Escrito en lenguaje tecnocrático ambiguo, poco comprensible, si no incomprensible, para los simples ciudadanos de la Europa de los Doce, el Tratado se presta a todos los abusos y derivaciones: de ahí que sea potencialmente peligroso para el futuro".

Pero no es sólo la forma -siempre importante, ojo- lo que preocupa al Profesor francés. "De inspiración muy dirigista, el Tratado extiende la competencia de la Unión Europea a un número considerable de ámbitos que, en virtud del principio de subsidiariedad (proclamado en el artículo 3 B del Tratado), deberían permanecer como competencia de los Estados". Tales son, v.gr.: la fiscalidad, la política social, la educación, la formación profesional, la salud pública, la protección de los consumidores, la política industrial, la cohesión económica y social, el desarrollo regional, etc. En realidad, según Alais, no hay un sólo aspecto de la vida económica y social de un Estado nacional, que escape del marco del Tratado. "Hasta ahora, la orientación centralizadora, dirigista, tecnocrática, unitaria y jacobina de la Comisión de Bruselas había suscitado, por sus propios excesos, oposiciones muy fuertes... Lejos de poner freno a esta tendencia, el Tratado no hace más que acentuarla, y ello sin contrapoderes eficaces ni garantías reales".

(2) Véase, v.gr.: *Tratado de la Unión Europea*, Fundación FIES, Madrid, Abril 1992; *Tratado de la Unión Europea*, Ed. Civitas, Madrid, 1992; *El Tratado de Maastricht*, edición de Diego López Garrido, Madrid, 1992; *Europa: un orden jurídico para un fin político*, obra en la que aparece como anexo el texto íntegro del Tratado, Fundación Cánovas del Castillo, Madrid, 1992; *La Unión Europea* (resumen del texto del Tratado), *Comissió de les Comunitats Europees*, Barcelona, Abril 1992.

Además, y como parte de la campaña divulgativa del Tratado iniciada por las autoridades españolas, el *Boletín Oficial del Estado* ha preparado una edición del mismo que verá la luz en breve. La Secretaría de Estado para las Comunidades Europeas, por otro lado, ha elaborado un amplio resumen del acuerdo -previsiblemente de próxima distribución entre los ciudadanos- como parte, asimismo, de dicha campaña.

La ambigüedad en la redacción del Tratado, se acusa particularmente, según el profesor galo, en los apartados relativos al establecimiento de una moneda única, y más concretamente cuando se refiere al Sistema Europeo de Bancos Centrales y al Banco Central Europeo. Así, mientras el protocolo establece que el Sistema Europeo de Bancos Centrales será independiente de todo poder político, no exige, ni siquiera recomienda, que desde ahora los bancos centrales nacionales han de ser independientes, en cada Estado, de todo poder político.

"Podemos preguntarnos -escribe Alais- sobre las motivaciones profundas de todos aquellos que, de un lado y otro, manifiestan su entusiasmo por las disposiciones monetarias del Tratado. Si escuchamos con atención sus comentarios, no podemos sino asombrarnos por el hecho de que la ventaja fundamental que ven en el Tratado de Maastricht sea la desaparición del marco alemán y de los obstáculos que la prudencia y la sabiduría de la política del Bundesbank han opuesto hasta ahora a la inflación. ¿Habría que aceptar las múltiples cesiones de soberanía que implica el Tratado, sólo por el objetivo que representa la desaparición del marco alemán?"

La conclusión de Alais en esta materia es que la realización de una unión monetaria y la adopción de una moneda única -"objetivos necesarios, en última instancia, para un mercado único-, son inconcebibles sin el establecimiento previo de una comunidad política apropiada en la que se integren sin excepción alguna todos los estados miembros de la Comunidad Europea. "Si rechazamos esta comunidad política, hay que rechazar la realización de una unidad monetaria y la adopción de una moneda única".

El análisis de Maurice Alais fue publicado originariamente antes de la convocatoria del referendun en Francia. A pesar de ello, se pronuncia "por la no ratificación del Tratado en su redacción actual...; y como el texto del mismo es incomprensible, salvo para especialistas, no puede someterse a un referendun tal y como está".

De cara al futuro, en el que "imperativamente deberemos perseguir la necesaria construcción de la Comunidad Europea", un principio general que debe guiar nuestra acción -dice Alais- "es el principio comunitario, o principio federal, indebidamente llamado de subsidiariedad", al que el profesor francés consagra una gran atención. Tal principio, que tanto preocupa también a los comentaristas británicos, era ya contemplado en el Informe sobre la Unión Económica y Monetaria, elaborado por el Comité Delors, publicado en Abril de 1989 y citado más arriba. Según el citado Comité, "un elemento esencial a la hora de definir el equilibrio de poder más conveniente en el seno de la Comunidad sería la adhesión al 'principio de subsidiariedad', en virtud del cual, las funciones de los niveles de gobierno superiores deberían limitarse lo más posible y ser subsidiarias de las de los niveles inferiores. Así, la atribución de competencias a la Comunidad tendría que ceñirse específicamente a aquellas áreas en donde fuera necesaria la adopción colectiva de decisiones. Todas aquellas funciones de gobierno que pudieran llevarse a cabo a escala nacional (o regional, o local), sin repercusiones adversas sobre la cohesión y el funcionamiento de la unión económica y monetaria, seguirían siendo competencia de los estados miembros".

El Tratado de Maastricht se refiere al principio de subsidiariedad en su artículo 3 B: "La Comunidad actúa en los límites de competencia que le son concedidos y de los objetivos que le asigna el presente Tratado. En los ámbitos que no sean de su competencia exclusiva, la Comunidad no interviene, conforme al principio de subsidiariedad, más que en la medida en que los objetivos de la acción prevista no pueden ser satisfechos de manera suficiente por los Estados miembros y pueden, por tanto, realizarse mejor a escala comunitaria. La acción de la Comunidad no excederá el límite necesario para alcanzar los objetivos del presente Tratado".

¿Cuáles son los aspectos que se consideran de competencia exclusiva comunitaria?, pregunta Alais. "Tal como este principio se halla definido y es interpretado por la Comunidad Europea, su aplicación abre paso a todos los abusos".

La crítica de Martin Feldstein apareció publicada originariamente en *The Economist* de 13/19 de Junio último. El profesor de Harvard inicia su análisis con una observación llena de buen sentido: "Altos cargos gubernamentales y líderes de la opinión de toda Europa empiezan a formular preguntas que más bien hubieran debido plantearse antes de la conferencia de Maastricht". Así es, en efecto. Pero su comentario va más allá. Según él, algunos de los que ponen en duda la conveniencia de crear una moneda única se interrogan así: "¿Son las ventajas económicas que van a obtenerse de la adopción de una sola moneda lo suficientemente importantes como para compensar las desventajas políticas de una estructura federal que seguiría a la creación de tal moneda?".

Feldstein, sin embargo, entiende que esa no es la pregunta correcta. "Como economista que contempla el debate desde el otro lado del Océano, mi opinión es que una moneda única europea constituiría una desventaja económica. Por consiguiente, la pregunta adecuada es ésta: las ventajas políticas que resultarían de una moneda única, ¿compensarían las desventajas económicas que resultarían de ella?".

Este planteamiento lleva a Feldstein a manifestar su oposición a la unión económica y monetaria y a esperar, como confiesa explícitamente, que la opinión pública de los diferentes países lleve a los políticos a rechazar el Tratado.

"El establecimiento de un mercado único de bienes y servicios, no exige una unión monetaria", dice el profesor de Harvard. "Es más, la adopción de una moneda única podría representar una disminución del comercio dentro de Europa", añade. "También conduciría, probablemente, a un deterioro de la situación económica con la elevación del desempleo y la agudización de las alternancias cíclicas de la producción dentro de cada país. Y, finalmente, podría dar lugar a una mayor tasa de inflación de la que existe en el marco de los actuales arreglos monetarios". La conclusión de Feldstein es clara. "La UEM es defendida por aquellos que quieren ir a una unión política entre los actuales miembros de la Comunidad Europea". Por otra parte, Feldstein no podía dejar de subrayar uno de los argumentos favoritos de los opositores de Maastricht: "Frente a las dudosas ventajas de la unión monetaria, debe quedar de manifiesto la desventaja de perder la posibilidad de una política monetaria nacional independiente". Así es, en efecto, si bien hay que pensar que el que esto sea una desventaja o una ventaja dependerá en buena parte del uso que cada país haga o pueda hacer de su política monetaria.

Sea como fuere, el artículo de Feldstein no podía dejar de dar lugar a reacciones de diverso orden, como así ocurrió. Una de ellas, firmada por José Luis Malo de Molina, apareció en el nº 64/65 de *CIE* bajo el título "Las críticas de Feldstein a la unión monetaria desde el punto de vista de los países periféricos". En este interesante trabajo, su autor expone "la posición inicial en que se encuentran los países periféricos de la Comunidad frente al proyecto de integración económica y monetaria europea", y valora seguidamente "la validez, en las circunstancias concretas de estas economías, de algunos de los argumentos de Feldstein, para quien la pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste de la competitividad y la pérdida de soberanía monetaria para adaptarse a las condiciones cíclicas o a las perturbaciones específicas de cada país tienen el riesgo de consolidar tendencias recesivas en los países con menor grado de desarrollo".

La observación final de Malo de Molina resume perfectamente su punto de vista: "El artículo de Feldstein, aunque pretende situarse en un plano analítico, está jalonado de apreciaciones y valoraciones políticas. Entre ellas se incluye la afirmación de que la historia enseña que ninguna gran nación puede ser forzada a aceptar obligaciones mediante Tratados internacionales que sean considerados contrarios a sus propios intereses. De las reflexiones incluidas en esta nota se deriva que, por lo que se refiere a los países periféricos de la Comunidad, el Tratado de Maastricht no puede ser considerado contrario a sus intereses, sino que, por el contrario, les brinda una oportunidad excepcional de acelerar su aproximación a los niveles de desarrollo y bienestar del centro de Europa". Así lo hemos de creer, efectivamente.

(Otra importante aportación norteamericana al debate sobre Maastricht es la de Robert J. Barro, también distinguido Profesor de Harvard, recogida en su artículo "El camino de Europa hacia la servidumbre", publicado en *The Wall Street Journal* y traducido en este mismo número de *CIE*).

¿Qué le preocupa a Barro?. La creciente oposición al Tratado de Maastricht, dice, se debe al hecho de que éste puede ser contemplado como un nuevo paso hacia un gobierno europeo centralizado. Es a esto, añade, a lo que conduce sobre todo, la unificación monetaria. "Representa una limitación de la identidad nacional que podría repercutir en la lengua, en la cultura, en la renta *per cápita*, en la amplitud de la actividad del sector público, etc.". La uniformización es enemiga de la competencia, viene a decir Barro, lo cual es, en sí mismo, malo).

Pero volvamos a Feldstein. En una carta al mismo *Economist*, cuatro economistas europeos objetaban los argumentos del profesor norteamericano, empezando por el alegato de éste, según el cual la creación de un mercado único, no exige una moneda única. "Puede que a veces se exageren" -decían dichos economistas- los efectos dañinos de las alteraciones de los tipos de cambio sobre el comercio, pero esto no puede en absoluto justificar lo que señala Feldstein cuando afirma que una moneda única reduciría probablemente los intercambios intraeuropeos. ¿Sugiere acaso que el mercado interior de Norteamérica se vería promovido si cada estado de la unión creara su propia moneda?" (*CIE*, nº 64/65, Julio/Agosto 1992).

El "Manifiesto de sesenta economistas alemanes", publicado en el *Frankfurter Allgemeine* de 11 de Julio (reproducido en el nº 64/65 de *CIE*), coincidía en cambio, con alguno de los puntos de Feldstein, y aseguraba, v.gr., que "la realización del mercado interior no requiere ni exige una moneda europea común"; afirmación, por otra parte, que se ve apoyada por el hecho de que el establecimiento del mercado único va a preceder en varios años, por lo menos -ya veremos con qué éxito-, a la creación de la moneda única. Pero la preocupación "de lo 60" va más allá, y de ahí su insistencia en la aleatoriedad de los criterios de convergencia, que dichos economistas consideran insuficientes para garantizar el éxito de la unión. De ahí, también, su conclusión terminante: "Los acuerdos de Maastricht, y no la crítica de los mismos, suponen una amenaza para el desarrollo armónico de Europa".

Sería imperdonable no citar, entre las críticas a Maastricht, la que recogía el informe anual del Banco de Pagos Internacionales (BIS), publicado en Junio pasado. Tales críticas contrariaron a algunos de los gobernadores de bancos centrales presentes en la reunión en la que dicho informe fue aprobado, según comentó *Financial Times* en un editorial. Sin embargo, añadía éste, "Alexandre Lamfalussy, Director General del BIS, al igual que su equipo de colaboradores, han de ser felicitados por su honestidad. De lo contrario, ¿qué sentido tendrían tales informes?".

¿Qué decía el informe del BIS en relación con Maastricht?. El banco, desde luego, encontraba justificada la reacción que se estaba produciendo -a partir del referéndum danés- contra el Tratado. "Después de haber ofrecido el programa a un público sin preparar, los gobiernos se encuentran ahora con un debate y unas disensiones imprevistas". Tanto aquél como éstas, pueden resultar muy útiles, a juicio del equipo del Banco, si se saben aprovechar. Así lo entendía *Financial Times*, en un editorial.

Le Monde, por su parte, titulaba así la información que ofrecía sobre el informe del Banco: "Un refuerzo contra Maastricht". Según el diario parisino, "los expertos del BIS denuncian de forma un tanto desordenada los peligros (de la moneda única) inherentes a la consecución del objetivo proclamado (la estabilidad de los precios), las incertidumbres que acompañan a los criterios de convergencia y los riesgos por lo que se refiere a los resultados económicos generales. El BIS afirma sobre todo que una unión monetaria entre economías tan divergentes como las de los países miembros, es una empresa que comporta muchas incertidumbres".

En medio de tanta visceralidad contraria a los acuerdos de Maastricht, como se ha manifestado en las últimas semanas, sobre todo en Francia, no han faltado, pues, los análisis serenos, responsables, útiles. Tales análisis, con todo, deberían ir acompañados aquí de algunas de las reflexiones de signo contrario, también independientes y ecuanímes, que han ocupado las páginas de revistas y periódicos, en especial europeos, últimamente. El problema puede residir en su selección y sintetización máxima. ¿Qué han dicho, en efecto, en pocas palabras, aquellos que, con ocasión del referendun francés, han propugnado el "sí"?

Un artículo publicado en *Le Monde* podría resumir bien la posición de los que han adoptado tal posición. El artículo se titulaba "Los peligros del no", su autor era Edouard Balladur y el texto aparece publicado también en este mismo número de *CIE*. ¿Qué decía y dice el antiguo ministro de Economía y Hacienda francés?. Dice esto:

- Que los peligros del rechazo del Tratado son mayores que los de su aprobación.
- Que conviene, pues, aprobarlo para mejorarlo después.
- Que la creación de una moneda única no tendrá nada de automático y que requerirá la conformidad de los países.
- Que es falso que una moneda europea fuerte conduciría a una política recesionista. Alemania ha demostrado lo contrario desde hace treinta años.
- Que es inexacto que una política monetaria común llevaría a un aumento del desempleo.

Ahora bien, viene a concluir Balladur, "las mejores y más decisivas razones para votar 'sí' no son los argumentos que se pueden ofrecer en favor del voto afirmativo, sino los peligros enormes que se derivarían del triunfo del 'no'". Esto, puede parecer paradójico, o cínico, o confusionario, pero es así. "Se nos dice que el rechazo no tendría gravedad, toda vez que podría negociarse un nuevo Tratado sobre bases nuevas. ¿Quién estaría dispuesto a ello?. ¿Quién puede asegurar que Alemania -país que se pregunta sobre las consecuencias que tendría para él el abandono de su moneda- se prestaría a negociar un nuevo acuerdo?".

Por mucho que se haya hablado de lo grave que sería la interrupción más o menos definitiva del proceso integrador, o, simplemente, el rechazo de los acuerdos sometidos al veredicto de la ciudadanía o de los parlamentos, la verdad es que se hace difícil comprender cómo se pudo llegar a esa fase de enfrentamientos tan acalorados, y por esto mismo, tan negativa. El proceso que ha conducido a las propuestas de ratificación del Tratado de Maastricht ha durado, como se ha visto, unos cuatro años. Ha sido un proceso activo, febril, pero a la vez meditado, tranquilo y, además, público, en el sentido de que la progresión ha tenido lugar a la vista de la concurrencia. Mientras tanto, paralelamente, como de forma natural, se han ido creando expectativas y produciendo acercamientos y "convergencias" -no ya de cifras y resultados, sino de intenciones y de propósitos-, producto todo ello de la contemplación más o menos brumosa de una unión que se entreveía en el horizonte y a la que se dirigían todas las miradas y todas las esperanzas. Y justo cuando se iba a concretar como debían darse los últimos pasos para alcanzar el objetivo proclamado aparecen en ciertos países miles de voces que dicen que no, que ni el objetivo ni los medios son válidos y que debe detenerse el proceso integrador, con todos los riesgos que esto supone. ¿Pero dónde estaban, preguntábamos, durante estos años, esos miles de ciudadanos, esos partidos políticos, esas agrupaciones de profesionales y de gentes de todo tipo, que de repente y con ira se han vuelto contra las propuestas de los negociadores?. ¿No podían haberse opuesto a la unión en 1985, o en 1988, o aun en 1990, cuando el proceso estaba aún lejos de alcanzar la fase de las conclusiones y de ilusionar a otros miles?.

Se puede pensar incluso que tres, cuatro o cinco años atrás, hubiera tenido bastante sentido oponerse a la propuesta de unión económica y monetaria más o menos inmediata (y, por supuesto, a los proyectos de mayor colaboración política y militar). Entonces, probablemente fueron bastantes los que, sin estar por principio en contra de tal unión, hubieran estimado oportuno aplazar indefinidamente la iniciación del proceso hacia la misma, y esto no sólo por razones de comodidad, sino por el deseo de eludir los riesgos que tal iniciativa podía suponer en el sentido de alterar la situación de entonces. Europa, no se olvide, vivía una situación coyuntural muy aceptable, el paso del tiempo nos acercaba ilusionadamente hacia el mercado único, el SME funcionaba todo lo bien que se podía esperar, el deutschemark y el Bundesbank ejercían con sabia discreción las funciones que tenían encomendadas, etc. ¿Por qué habíamos de recordarnos justo entonces, que el Acta Unica incluía una alusión a una futura unión económica y monetaria, y que tal vez había llegado el momento de poner en marcha los mecanismos que, eventualmente, nos iban a conducir a ella?. Lo mejor es enemigo de lo bueno, dirían algunos, entre ilusionados y alarmados.

"If it ain't broke, don't fix it", dicen los norteamericanos. Es decir, si una cosa no está estropeada, no la arregles. Nada estaba estropeado entonces.

Se podía haber pensado, en aquel momento, que Alemania no aceptaría las sugerencias a favor de la puesta en marcha del proceso hacia la unión monetaria. ¿Por qué iba a aceptarlas?. ¿Cómo podía asentir así como así, a la idea de sustituir al sólido y bien controlado deutschemark por una eventual moneda única y el Bundesbank por un posible Banco Central Europeo, en cuya gestión deberían participar, presumiblemente, nada menos que doce países de la más diversa clase y condición?. Se comprende que tal idea ilusionara a los tecnócratas de Bruselas, puesto que la ambición de cualquier administración no tiene límite. Puede concebirse asimismo, muy bien, que la idea complaciera a Francia, deseosa de compartir el papel representado por el DM y por el Banco Central Alemán en el seno del SME. También se explica, y de qué manera, que los países periféricos sintieran fruición por adquirir un protagonismo -durante la negociación y, luego, en el banquete- que hasta entonces no habían podido ejercer. Pero, ¿Alemania?.

Pues bien, sí, Alemania asintió, nunca se sabrá muy bien por qué, y el mecanismo negociador se puso en marcha. Hasta Maastricht. Mejor dicho, hasta hoy, hasta el referendum francés, después del cual nadie sabe exactamente dónde estamos.

Perspectivas.

Los historiadores del futuro, subrayarán probablemente el infortunio que ha sido la coincidencia, dentro de la misma semana, de la convulsión monetaria que se ha producido en Europa y de la celebración del referendum francés, con las incertidumbres que del mismo resultan para el Tratado de Maastricht. Por supuesto, puede haber existido cierta relación de causa a efecto, en el sentido que los temores derivados del incierto resultado de la votación en Francia, pudieron precipitar -que no originar- la crisis cambiaria. Ahora bien, se puede concebir perfectamente que ésta pudo haberse retrasado algunas semanas o algunos meses -o ser evitada-, con lo cual tal coincidencia no se hubiera producido.

Otro sería en tal caso el panorama actual. Es decir, el planteamiento de la situación sería bastante diferente si el único problema grave inmediato fueran sólo las perspectivas de Maastricht, y no, además, el futuro del mismo Sistema Monetario Europeo (SME), tan dañado por la crisis monetaria actual.

Por consiguiente, cualquier análisis del complejo estado de cosas presente exige distinguir, de entrada, dos cuestiones fundamentales, distintas y nada claras: por un lado, lo que vaya a ser del SME; por otro, las perspectivas del Tratado. Enfrentarse simultáneamente con una y otra exigirá, por parte de los políticos y de

los expertos, un esfuerzo enorme, y por parte de éstos y del público un temple y una serenidad que nadie puede garantizar del todo.

El día que siguió al referendum francés, *Financial Times* publicaba un editorial (incorporado a este mismo número de *CIE*), razonando la continuidad del SME, "pero esto sólo si el Bundesbank muestra un mayor compromiso con el Sistema del que manifestó la semana pasada". A lo que añadía lo que sigue: "La credibilidad de la paridad depende de la voluntad de los gestores de la moneda débil, de defenderla con los tipos de interés que sean necesarios, pero también depende, incluso más, de la predisposición de los responsables de la moneda fuerte a defender la misma paridad". Sin la cooperación de ambas autoridades, la moneda débil está a merced de los especuladores o, si se quiere, del mercado.

Lo que, en cualquier caso, no queda claro, por el momento, entre otras cosas, es cuál será la composición del SME en el futuro, y no sería de extrañar que quedara reducido a aquellos países con unas monedas más sólidas, incluido el franco francés.

Sea como fuere, el tema, aquí, no es el SME, sino Maastricht. ¿Cómo queda el Tratado después del referendum francés?. El mismo *Financial Times*, bajo el título inevitable de "Oui... mais", y después de afirmar que el electorado galo "ha salvado a la Comunidad Europea", comentaba, por lo que se refiere al Tratado mismo, que éste, "en la forma precisa en que fue firmado el pasado mes de Febrero, es cosa del pasado". Por consiguiente, añadía, la labor que los líderes europeos tienen ante sí es, primero, decidir qué es lo que quieren conservar de aquél y, segundo, cómo hacerlo.

¿Por qué, según *Financial Times*, el Tratado en su forma actual, no sirve ya?. Primero, porque los daneses lo rechazaron. Segundo, porque el obligado abandono de Gran Bretaña y de Italia del mecanismo de cambios europeo ha demostrado que los requisitos de convergencia exigidos para participar en la unión no podrán ser cumplimentados más que por los países centrales. Tercero, porque en el curso de la campaña por el referendum de Francia, los líderes de este país han dicho cosas que no han hecho más que aumentar los recelos alemanes ante el proyecto.

Pese a todo, los líderes europeos deberían poder ponerse de acuerdo sobre varios puntos esenciales. Uno de ellos se refiere al mercado único, cuyo definitivo establecimiento y éxito han de desear todos. También debe ser general el sentimiento de que no conviene que las políticas monetarias de todos los países miembros sean dictadas por uno solo de éstos. Y, finalmente, cabe pensar asimismo que los Doce, sin excepción, desean una Comunidad o una Unión que interfiera lo menos posible en los asuntos internos de cada uno de sus miembros y que, en cambio, defienda los intereses comunes de éstos, con eficacia frente al mundo exterior, y esto bajo una supervisión democrática. Todo esto -concluía el diario británico- podría conducir a algo no muy distinto de Maastricht, pero más sencillo, más coherente y, sobre todo, más entendible para los pueblos de Europa.

Otro editorial, éste de *The Wall Street Journal* del mismo día, celebraba el resultado del referendum francés porque, con él, decía el periódico "existe la posibilidad de defender el Tratado" ("the treaty has a fighting chance").

He ahí, pues, planteadas dos posiciones alternativas, que pueden servir como punto de partida al trabajo de definir y delimitar o concretar los interrogantes y los problemas que Europa tiene ante sí. Una lista de éstos podría ser la que sigue:

a) Ante la ambigüedad del resultado del referendum francés y de otras manifestaciones de oposición importante a Maastricht, se debe persistir en llevar adelante los planes iniciales, hasta conseguir la ratificación

el tratado en su forma presente?. O, por el contrario, ¿se debe proceder a la modificación del Acuerdo para introducir o eliminar todo aquello que pueda facilitar su ratificación?.

En este momento, diez países de la Comunidad parecen defender la primera de esas alternativas. El tratado es innegociable, dicen. Otros dos, en cambio -Gran Bretaña y Dinamarca- se inclinan por la segunda. Este último, con el fin de conseguir la rectificación del "no" salido del referendun que tuvo lugar en él. Gran Bretaña, seguramente, para aprovechar la delicada circunstancia presente para hacer prosperar -valiéndose, en lo que sirva, de la presidencia de la Comunidad que ahora ostenta- su propio proyecto de unión europea, por la que ésta quedaría reducida a poco más que a una área de libre comercio.

b) Importantes líderes políticos de países que propugnan la solución Maastricht han apuntado ya que el tratado, aun conservando éste su forma actual, debería incorporar o subrayar de alguna forma este o aquel concepto, ya se refiera al poder en la Comisión, ya a la ampliación de la Comunidad, etc. ¿Se puede pensar qué forma podrían adoptar estas adiciones de manera que no supusieran una modificación del tratado y, en definitiva, una nueva negociación?.

c) Todo el mundo parece estar de acuerdo en que cualquier progreso hacia la aprobación definitiva de Maastricht exige inexcusablemente una rectificación del "no" danés. Sin embargo, esto no parece ser fácil. Nadie -que se sepa- ha sugerido nada concreto al respecto, y lo único que se ha dicho es que las autoridades danesas están preparando propuestas que, después de sometidas a la consideración del Consejo en su reunión de Birmingham, a mediados de Octubre, podrían ser aprobadas en la cumbre comunitaria de Edimburgo, en Diciembre. Poco se puede ahora decir, por consiguiente, sobre tales propuestas. ¿Pero, no cabe pensar que podrían suponer una alteración más o menos substancial de Maastricht?. En una palabra: ¿En qué medida podrá evitarse una nueva negociación, en la que -por sobradas y obvias razones-, la mayor parte de los países miembros y la Comisión no quieren ni pensar?.

d) El Tratado, según se había proyectado, debía entrar en vigor a principios de 1993, una vez ratificado por todos los países comunitarios. Resulta, sin embargo, que, según todos los indicios, el referendun danés no podría repetirse -en el mejor de los casos- más que en el curso de dicho año. Por otra parte, el gobierno británico ya ha anunciado que no someterá el Tratado a la decisión del parlamento de Londres, más que después de que se haya superado el obstáculo danés, lo cual nos lleva también a 1993, como mínimo. De todo lo cual se puede deducir que Maastricht, si todo fuera bien, entraría en vigor, tal vez, en 1994. ¿Podría esto alterar el calendario previsto en el Tratado?.

e) El calendario a que se acaba de hacer referencia, y por lo que pueda afectar al proceso de convergencia y a otros aspectos del proceso de aproximación a la unión, ¿no podría exigir algunos cambios del articulado del Tratado mismo?. ¿Cómo se introducirían éstos?.

f) La posible ampliación de la Comunidad -con la eventual entrada de Suecia, Austria y Finlandia, y, tal vez, de Noruega y Suiza-, en la que tanto insisten ahora Gran Bretaña y Dinamarca, ¿no debería suponer un obstáculo para la profundización de la integración y, por consiguiente, un freno al proceso de unión monetaria?. ¿Cabría simultanear ampliación y profundización?.

g) Los partidarios de "*contourner Maastricht sans renégocier*" sostienen, probablemente con acierto, que renegociar el Tratado sería como "lanzarse a un maratón diplomático del que probablemente surgiría un nuevo monstruo tecnocrático". Ahora bien, ¿cómo conseguir darle la vuelta al Tratado sin volverlo a negociar?. Esta es la gran pregunta, a la que hasta ahora no se han dado respuestas convincentes.

h) Las alusiones, más o menos explícitas, que se han hecho estos últimos días a la posibilidad de una unión monetaria limitada, de momento, a los cinco países comunitarios con economías más sólidas, han sido

por lo general interpretadas como amenazas destinadas simplemente a asustar a Gran Bretaña y Dinamarca para que cesen en su oposición a la ratificación de Maastricht. Ahora bien, ¿y si fueran algo más que esto? Lo que en un principio pareció, en efecto, como un *bluff* de póker, en manos de algunos políticos, va encontrando adeptos en los editoriales de prensa y en las opiniones de expertos más o menos independientes. Vienen a la mente, a este respecto, el comentario de *Le Monde* del día 26/9 ("¿No puede ser urgente la construcción monetaria, aunque sólo fuera entre unos pocos?") y unas manifestaciones de Carl Otto Pöhl, quien recomendaba abiertamente la formación de una unión de los países centrales, "sin perjuicio de animar mientras tanto a los otros socios comunitarios para que se incorporen a dicha unión". Tal solución, a juicio de algunos, tendría -como comentaba *The Washington Post* de 26/27 de Septiembre-, "el efecto terapéutico de estimular el orgullo nacional de países como Italia, España y Portugal, llevándoles a hacer lo necesario para poner orden en sus economías, de forma que pudieran ingresar en un círculo tan distinguido".

i) Una de las grandes críticas de los opositores de la unión económica y monetaria, es el poder, que se juzga excesivo, de la Comisión Europea. Esto justifica que algunos líderes de países comunitarios hayan juzgado prioritario proceder a la adopción de decisiones que permitan limitar la competencia de los llamados tecnócratas de Bruselas.

En realidad, este problema es ya objeto de consideración en el Tratado en su forma actual con la aceptación por parte del mismo, del principio de subsidiariedad. Ahora bien, cualquier otra forma de limitar o reducir los poderes de la Comisión -como, por ejemplo, a través del aumento de las competencias del Parlamento Europeo- exigiría probablemente reformas institucionales de alguna magnitud, las cuales, por lo demás, nunca resultarían sencillas. Lo mismo cabe decir respecto al "déficit democrático", del que tanto se habla también. Su eliminación, o su reducción, ¿no exigirían cambios que de ningún modo se podrían improvisar?. ¿Cómo influiría también esto en el Tratado?.

j) "Las pequeñas economías de Europa no pueden funcionar bien -y menos en un mercado único- con tipos de cambio flotantes", decía *The Economist* en un editorial reciente (19/9). "Ahora bien" -añadía- "sus esfuerzos para crear un sistema de cambios semifijos, no se han visto satisfactoriamente recompensados, y puede que resulten del todo baldíos. Una manera de conseguir que dicho sistema funcionara mejor sería el restablecimiento de los obstáculos que impiden la libre circulación de capitales. Pero esta sería una respuesta equivocada. Incluso en el caso de que pudiera hacerse, el coste derivado de la inadecuada asignación internacional de los recursos, sería enorme. La solución óptima, para Europa, sería la creación de una moneda única". A la vista de la convulsión monetaria de los últimos días -comentaba seguidamente *The Economist*-, serán probablemente muchos los que pensarán que el objetivo de una moneda única europea debe desaparecer de todos los programas. "Pero esta conclusión sería un tremendo error. Un error, por otra parte, incomprensible, toda vez que son eventos desgraciados como los que acaban de ocurrir, los que la moneda única evitaría".

La causa de la moneda única y de la unión monetaria -es decir, de la obligada unidad de la política monetaria- tiene, pues, buenos argumentos (y buenos abogados). Sin embargo, pocos son probablemente los que apostarían a favor de una y otra, en la coyuntura presente. Con todo, a la vista de su necesidad perentoria, ¿no debería poderse esperar que todo el mundo -y no sólo los gobiernos- contribuyera a la consecución de la unión?.

k) La unión económica y monetaria, contrariamente a lo que piensan sus detractores, cuenta, pues, con muy buenos argumentos a su favor. Pero según se advirtió hace ya tiempo, sería prácticamente imposible llegar a ella en el caso de persistir las diferencias económicas existentes entre los países. De ahí los programas de convergencia que deberían aproximar los niveles respectivos de los países participantes. Ahora bien, para que esta aproximación se alcanzara, iba a resultar muy útil la cooperación que se estaba consiguiendo precisamente a través de la pertenencia común al Sistema Monetario Europeo, mecanismo representativo éste,

de la fase intermedia entre un sistema de tipos de cambio flotantes y el de tipos de cambio fijos previsto en Maastricht. Los acontecimientos de los últimos días han mostrado, sin embargo, la imposibilidad de asegurar el buen funcionamiento de dicho mecanismo, si no existe una concordancia de las políticas económicas. ¿No se produce en este contexto una especie de círculo vicioso, del que los países periféricos apenas podrán salir?. Y, en el caso de que de todo ello surgiera -como, según hemos visto, se ha insinuado repetidamente estos días- una unión, en la que sólo participaran los países "centrales", ¿cuál sería el futuro previsible de los Estados comunitarios de economía mas débil?.

l) Según el último número de *The Economist* (26/9), "el futuro del Tratado de Maastricht sobre la Unión Europea, ha recibido tres duros golpes en el curso de una semana: el orden cambiario de Europa se está desintegrando; Gran Bretaña se inclina por unirse a Dinamarca en su rechazo del acuerdo; y la entente franco-alemana, la alianza que ha presidido el proceso de integración europea, ha mostrado estar construida sobre un frágil consenso en Francia, acompañado de otro todavía pendiente de ser evaluado en Alemania.

Es posible, en fin, que todas estas apreciaciones pequen de pesimistas. Sea como fuere, si el Tratado de Maastricht consigue superar todos los obstáculos que van apareciendo ante él, habrá acumulado, sin duda, méritos suficientes para merecer presidir la creación de algo tan importante como sería la Unión Económica y Monetaria Europea.

LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS SIN PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO VIGOROSO

Nieves García Santos
J. P. Morgan

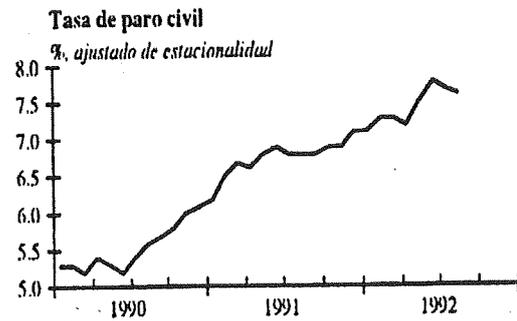
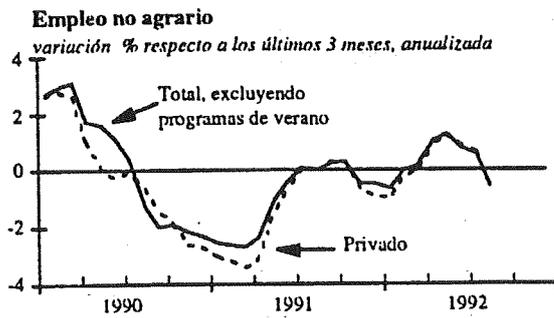
Introducción.

A lo largo del segundo y del tercer trimestre de 1992, las perspectivas de crecimiento económico para los principales países industrializados se han ido corrigiendo a la baja. Las expectativas de recuperación económica tras casi dos años de débil crecimiento y de recesión en algunos casos, no se han cumplido. El fuerte crecimiento del PNB generalizado durante el primer trimestre pareció en un principio confirmar el inicio de la recuperación. Sin embargo, todos los indicadores económicos a partir de abril mostraron que el PNB durante el primer trimestre había sido estimulado por factores excepcionales, como una climatología favorable o el hecho de ser 1992 un año bisiesto. A partir de entonces, aunque variando su intensidad o su generalidad, las variables económicas han confirmado que las principales economías muestran un perfil de desaceleración. Para el grupo de las siete economías más fuertes, si bien el PNB creció a una tasa del 3% (anualizada) durante el primer trimestre, para el segundo trimestre se espera una tasa del 1% únicamente, y para todo 1992 del 1,5%.

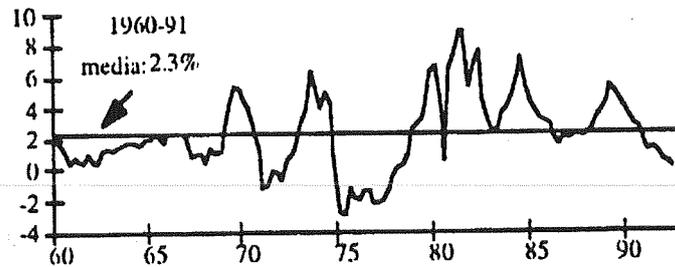
Si éstas son las perspectivas, cabe hacerse la pregunta: ¿por qué se ha difuminado la recuperación que a principios de año parecía tan probable?. Además, la falta de recuperación económica podría llevar a la formulación de una duda: ¿se dirigen los países industrializados hacia una nueva recesión?, o más aún, ¿cabe la posibilidad de una recesión mundial?. La posibilidad de una nueva recesión, aunque actualmente no tendría una probabilidad mayoritaria no es descartable: en un contexto en el que la economía norteamericana no acaba de mostrar un crecimiento vigoroso, y las economías europeas tienen aún un período por delante de unos seis-nueve meses de desaceleración antes de estar en disposición de mantener un crecimiento sostenido y vigoroso, si no, en todo caso, de crecimiento muy moderado. Esto se está traduciendo en un retraimiento del comercio mundial y, aunque una recesión mundial parece improbable, tal posibilidad tiene algún punto de justificación en la actualidad.

La economía norteamericana no está respondiendo a la significativa relajación monetaria que ha tenido lugar a lo largo del último año. A pesar de los menores costes tanto financieros como laborales, que han redundado en una recuperación de los márgenes de beneficios, los productores no se muestran muy dispuestos a aumentar su ritmo de producción. En todo caso éste estaría apoyado en una mayor productividad del trabajo y no en un aumento del empleo. Pero, a su vez, la permanencia de una elevada tasa de paro deprime la confianza del consumidor, que permanece en una actitud cautelosa, reticente a acelerar su gasto de consumo y a reducir su tasa de ahorro, ya de por sí en un nivel muy bajo.

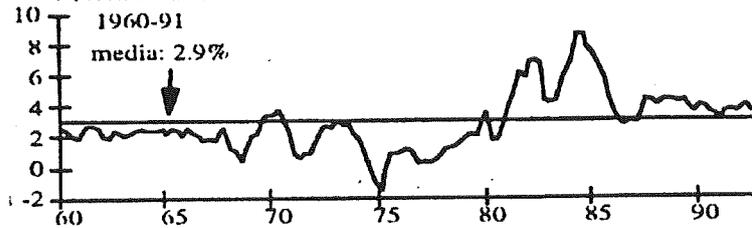
Estados Unidos



Tipos de interés de los fondos federales %, términos reales



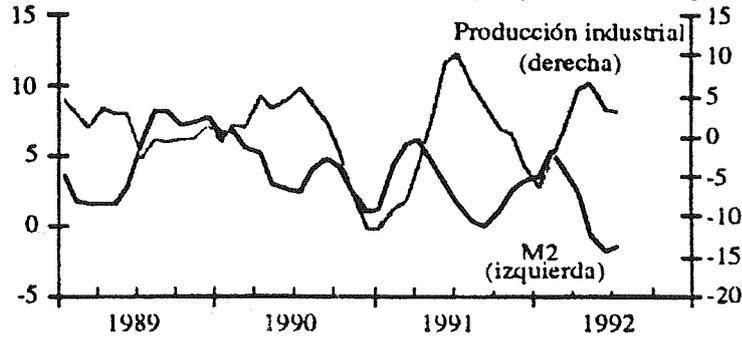
Rendimiento de los bonos a 10 años %, términos reales



Los tipos de interés reales se calculan usando las variaciones anuales en el deflactor del consumo privado como medida de inflación. Los gráficos consideran medias trimestrales, suponiendo que el valor para el tercer trimestre de 1992 es 3.25% para el tipo de los fondos federales, 6.75% para el rendimiento de los bonos, y 3.25% para la inflación (igual que la media del segundo trimestre). Las sombras señalan las recesiones.

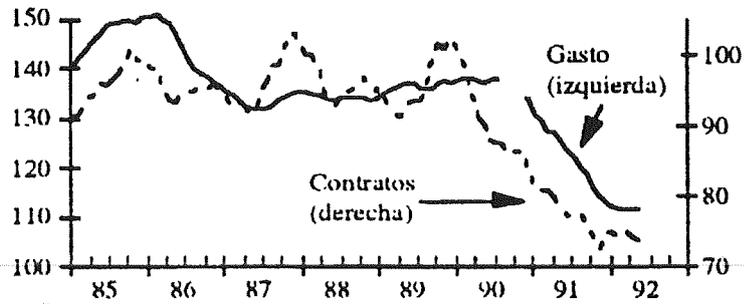
M2 y producción industrial

% sobre los últimos tres meses, anualizado, desestacionalizado



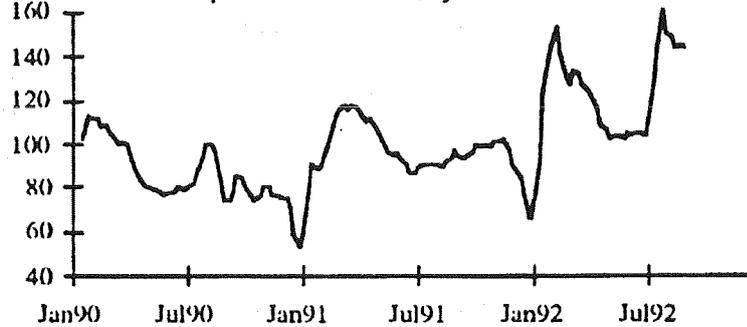
Actividad constructora no residencial

miles de millones de \$ de 1987, media móvil semestral



Volumen de demanda de hipotecas

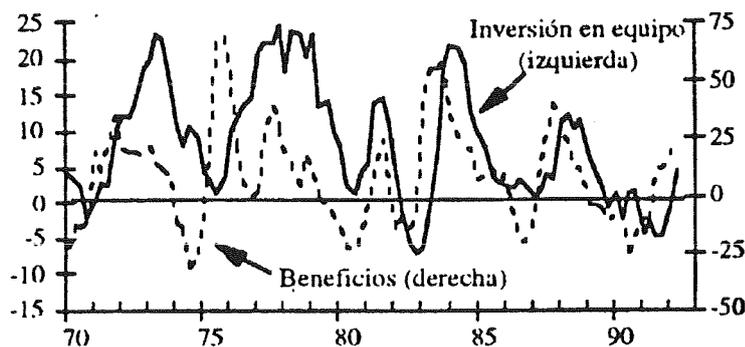
índice de compras, tasa semanal, ajustado de estacionalidad



Beneficios e inversión en equipo

% variación anual

% variación anual



En el caso de Japón, la economía tampoco ha respondido aún a la relajación monetaria. Con las empresas revisando a la baja sus planes de inversión, la demanda de crédito permanece en niveles muy reducidos, y el mercado laboral da muestras de relajación, ya que las horas de trabajo extraordinarias están reduciéndose. El paquete de medidas fiscales aprobado recientemente (28 de agosto), sin embargo, supondrá una ayuda importante a la economía a través del programa de obras públicas y de las facilidades crediticias. Su efecto empezará a ser evidente a finales de 1992.

El verdadero riesgo de desaceleración económica, y de incluso recesión, se encuentra en las economías europeas. En Europa, las políticas económicas se han restringido varias veces durante 1992 en aras de conseguir el objetivo común perseguido, la desaceleración de la inflación. La restricción ha sido fundamentalmente monetaria, aunque algunos países también han aprobado medidas restrictivas de naturaleza fiscal. Por último, las monedas europeas, en conjunto, parecen muy poco competitivas a nivel internacional, lo cual tampoco va a resultar positivo para el crecimiento económico. El reciente recorte de tipos de interés en algunos países europeos, iniciado por el Bundesbank, no puede entenderse como una relajación monetaria del conjunto sino como una medida dirigida a reducir los desequilibrios intra-sistema. Estos, consecuencia de la distinta fase del ciclo económico por la que atraviesan las distintas economías europeas, se habían traducido en tensiones importantes en el mecanismo de cambios del SME.

La economía norteamericana no acaba de reactivarse.

La economía norteamericana está teniendo un comportamiento muy moderado, según el cual, si bien no se observa un nuevo deterioro tampoco muestra una recuperación significativa. El PNB, que creció a una tasa del 1,5% (en términos reales) durante el segundo trimestre, se espera que muestre una ligera aceleración hasta una tasa del 2% durante la segunda mitad de 1992.

Los informes sobre el mercado de trabajo confirman que la economía se encuentra en una dinámica de crecimiento muy moderado. Desde el final de la guerra del Golfo, el empleo ha sido muy estable, tal y como se confirma tanto mediante la información suministrada por las nóminas empresariales como por la encuesta realizada a las familias. Dicha estabilidad se muestra, sin embargo, tras haber experimentado un crecimiento de alrededor del 1,5% durante los meses de febrero a abril, y una posterior desaceleración entre mayo y agosto. El empleo es una variable que suele responder a la evolución del gasto y de la producción con un cierto desfase; por eso podríamos esperar que su mejoría se retrase algún tiempo tras la aceleración de la producción. Sin embargo, el que persista una elevada proporción de la población en paro (según muestra la tasa de desempleo) implica un riesgo para la recuperación del gasto de consumo privado. ¿Podemos esperar una recuperación sostenida de la economía norteamericana?. ¿Qué fuentes podrían apoyar ese crecimiento?.

En principio, el crecimiento económico ha de responder a algún estímulo doméstico, ya que el sector exterior no parece poder aportar muchos puntos al mismo. Las exportaciones netas restaron puntos al crecimiento del PIB durante 1991 y el riesgo existente es que esa influencia negativa continúe durante 1992 debido a la débil coyuntura internacional. La política monetaria se ha relajado significativamente durante 1991 creando unas condiciones adecuadas para el crecimiento. Los tipos de interés de los fondos federales (en términos reales) se encuentran al nivel más reducido de los últimos 30 años (con la excepción de principios de los años setenta). Sin embargo, existen indicadores que pueden mostrar que la relajación monetaria aún

no es suficiente. Por una parte, los tipos de interés a largo plazo, en términos reales, permanecen elevados: se sitúan por encima del 3%, cuando la media entre 1960 y 1991 es del 2,9%. Por otra parte, el crecimiento de la masa monetaria (M2) es extraordinariamente moderado. M2 está creciendo a un ritmo del 1% con relación al último trimestre de 1991, por debajo de límite inferior de su rango de objetivos. La falta de respuesta del crecimiento monetario a la reducción de los tipos de interés refleja procesos financieros de sustitución de activos incluidos dentro de M2 por otros fuera del agregado como es el caso de los fondos de inversión. Con un crecimiento esperado del PNB alrededor del 2% y con los tipos de interés a corto plazo a unos niveles tan reducidos, no cabe esperar una relajación monetaria importante en el futuro. Solamente la persistencia de cifras de crecimiento del PNB del orden del 1,5% podrían contrarrestar los temores del Fed a que una relajación monetaria se traduzca en una depreciación del dólar, con efectos negativos a corto plazo sobre el crecimiento exterior y a medio plazo sobre la inflación americana.

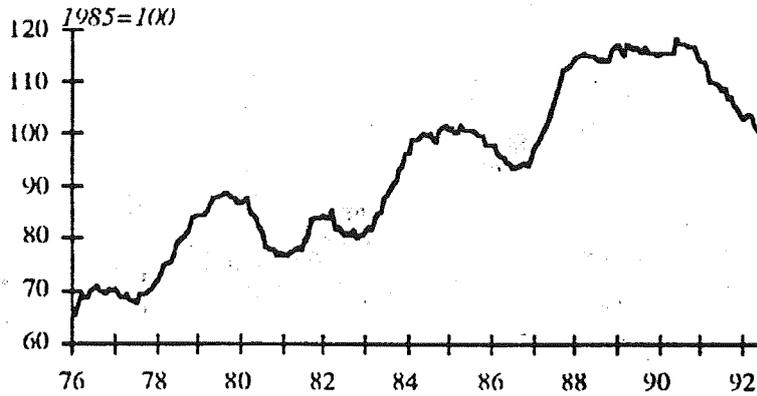
Podemos analizar la cuestión de si la relajación monetaria implementada es o no suficiente para garantizar el crecimiento viendo las perspectivas que muestran los componentes del gasto agregado. El gasto de construcción no residencial durante el período transcurrido de 1992 ha dejado de contribuir negativamente al crecimiento como hizo durante 1991. Entre la construcción no residencial y el gasto de defensa substrajeron 0.8 puntos porcentuales al crecimiento del PNB en 1991. Durante la primera mitad de 1992 tanto las órdenes de nuevos proyectos como el gasto se han estabilizado pero aún falta por percibir un crecimiento efectivo; es más, los permisos de obra solicitados aún se están reduciendo, con lo que cabe esperar aún un cierto tiempo para ver una recuperación del sector. Las perspectivas son algo más positivas para la construcción residencial. La caída de los tipos de interés hipotecarios ha estimulado la demanda de hipotecas y el interés comprador de viviendas parece recuperarse. Sin embargo, aún se necesita tiempo para que ello se traduzca en un mayor número de viviendas iniciadas.

Mejores perspectivas ofrece el gasto en bienes de equipo, aunque su peso en el PNB no es excesivamente grande. La recuperación de los beneficios empresariales representa un incentivo a la inversión. Los beneficios empresariales están creciendo desde el final de la guerra del Golfo, ayudados por el aumento en los volúmenes de ventas, la fuerte reducción de los costes financieros y el agresivo comportamiento de las empresas recortando costes laborales. Como consecuencia, el gasto en bienes de capital (excluyendo defensa) ha aumentado a una tasa anual del 12% durante la primera mitad de 1992.

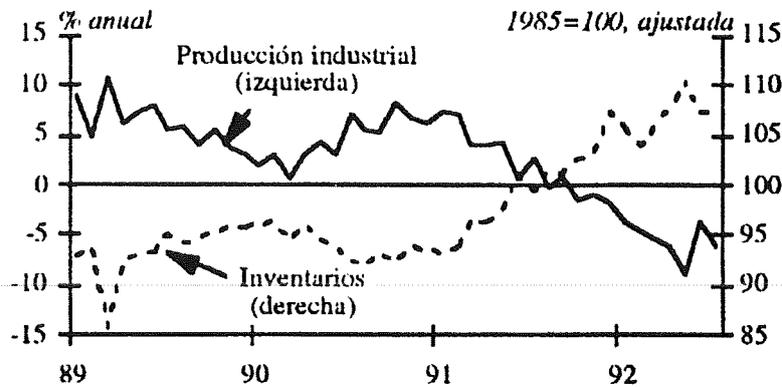
El principal factor de incertidumbre en el crecimiento de la economía norteamericana lo constituye el gasto de consumo privado. El gasto de consumo privado representa alrededor de dos terceras partes del PNB, y su crecimiento supone un importante motor al crecimiento económico global. La primera impresión que se obtiene de la observación de las magnitudes es que el consumo privado ha contribuido al crecimiento desde el final de la guerra del Golfo. Si el PNB ha crecido a una tasa del 1.6% en términos reales entre abril de 1991 hasta junio de 1992, el consumo privado ha contribuido en 1 punto porcentual. Sin embargo, los indicadores recientes ofrecen una perspectiva del consumo no excesivamente clara. Las ventas en cadenas comerciales han aumentado durante la primera mitad de 1992, y, aunque durante agosto han caído ligeramente, se encuentran a niveles superiores a los alcanzados durante 1991. Sin embargo, las ventas de coches y de furgonetas han continuado mostrando la misma pauta que durante 1991. En general el gasto de consumo parece continuar creciendo a una tasa muy similar a la de 1991 (1.5% anual), aunque una forma muy volátil, con un primer y un tercer trimestres fuertes, y un segundo trimestre débil.

Japón

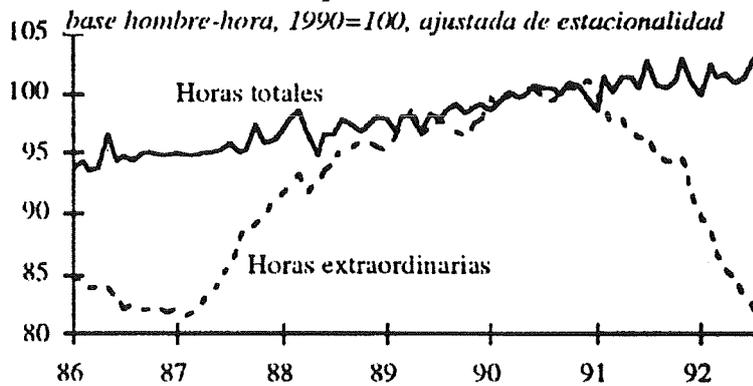
Indice compuesto de indicadores adelantados



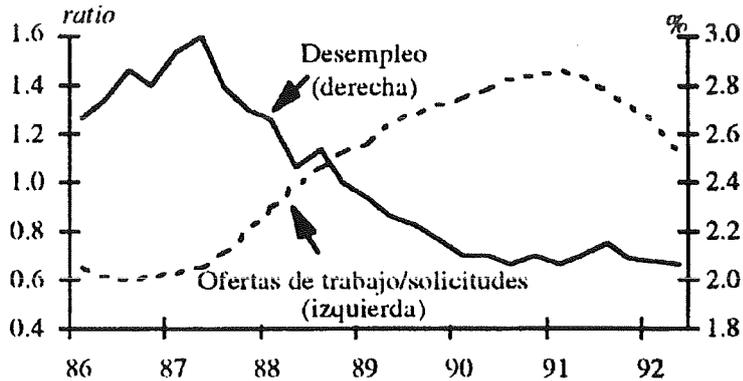
Producción industrial



Horas totales trabajadas



Situación del mercado laboral



La ausencia de una recuperación clara y sostenida del consumo privado se explica por la permanencia de una tasa de desempleo elevada, junto con una desaceleración de los salarios, que deprimen la renta privada. Además, la reducida tasa de ahorro y la deprimida confianza de los consumidores induce a pensar que los particulares desearán aumentar su ahorro y a ello dedicarán el aumento de su renta en un primer momento cuando el empleo se recupere. Esto implica que el gasto de consumo aún va a permanecer creciendo a un ritmo muy moderado y que su contribución al crecimiento va a ser modesta.

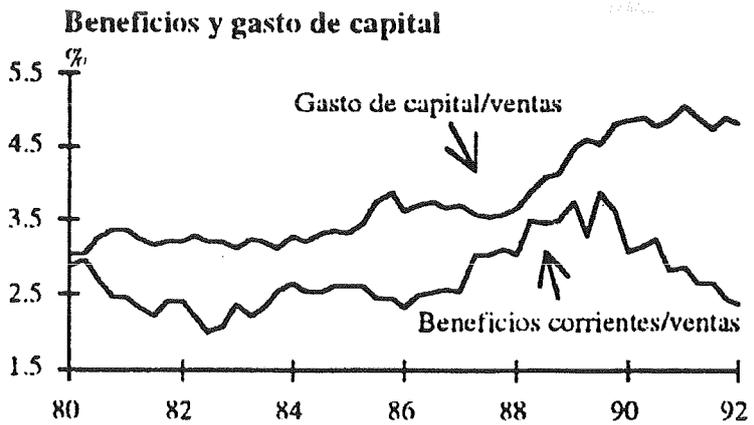
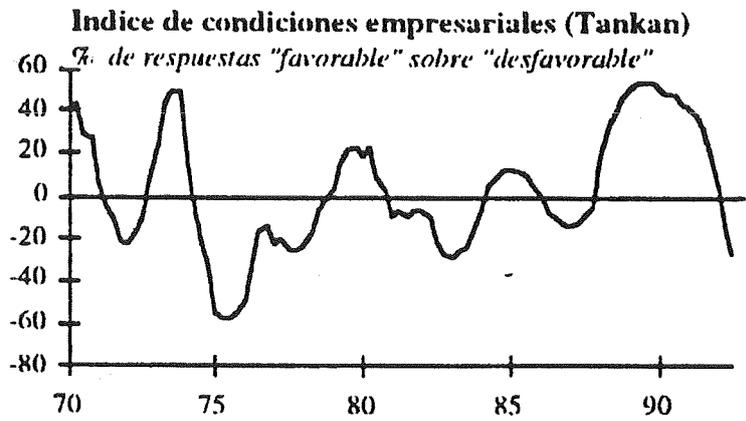
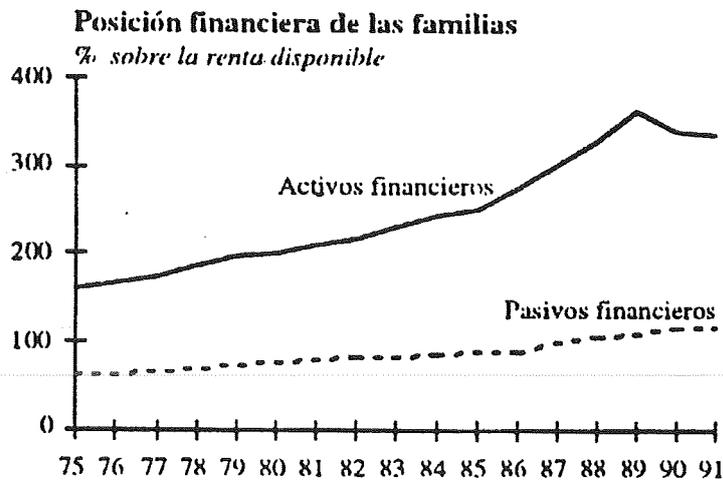
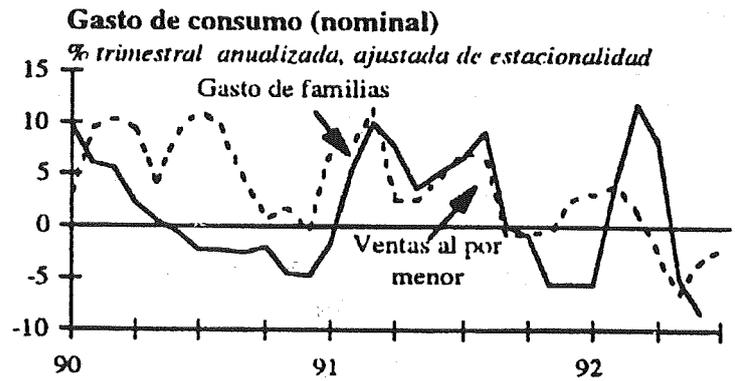
No cabe esperar mucho estímulo de la política fiscal. Con los planes actuales, el déficit estructural reducirá su peso en el PNB, implicando una política contractiva. Además, la composición del déficit (que indica recortes en el gasto de defensa compensados parcialmente por mayores gastos en programas sanitarios) puede implicar que el efecto restrictivo total en la economía es mayor que el estimado inicialmente, ya que los efectos multiplicativos del gasto de defensa son mayores que en otros programas. Según el plan actual, el déficit estructural estaría en unos 200 miles de millones de dólares, por debajo del déficit total estimado para 1992 (300 mil millones de dólares). Además, los dos candidatos a la Casa Blanca piden una reducción del déficit estructural: el elevado tamaño del mismo implica que el próximo gobierno no va a desear practicar una política fiscal estimulante. Las propuestas de los demócratas y de los republicanos son diferentes en la composición del gasto y de los impuestos, pero no en el saldo presupuestario. El programa republicano aboga por la continuación de las actuales líneas presupuestarias, mientras que los demócratas favorecerían una redistribución de la presión tributaria hacia las rentas superiores, y del gasto público hacia los gastos sociales.

Japón: las medidas fiscales dejarán sentir su efecto a finales de 1992.

Todos los informes recientes realizados por el Ministerio de Finanzas, por la Agencia de Planificación Económica y por el Banco de Japón confirman que la economía se está desacelerando, y que aún va a continuar con esa tendencia durante algún tiempo. El índice compuesto de indicadores adelantados comenzó a mostrar un perfil descendente en 1990 que aún no ha finalizado. La desaceleración industrial puede continuar hasta 1993, ya que hasta entonces no se estima probable que finalice la corrección que se está produciendo actualmente en el nivel de existencias acumuladas ni tampoco que se recuperen las ventas finales.

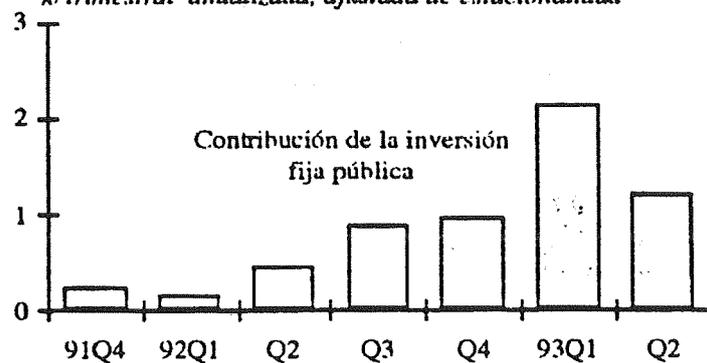
La primera consecuencia de la debilidad industrial es el debilitamiento del mercado del trabajo. La reducción más significativa ha tenido lugar en las horas extraordinarias trabajadas, aunque las horas totales no se han visto demasiado afectadas. El empleo ha empezado a desacelerarse desde abril, especialmente en el sector de manufacturas. El empleo ha crecido a un ritmo de solamente un 1%, en comparación con una media anual del 3% durante los tres años precedentes. A pesar del recorte en las horas extraordinarias y del menor crecimiento del empleo, la tasa de paro permanece en un nivel extremadamente reducido (2%) y la relación entre puestos vacantes y solicitudes de empleo es cercana a 1, que, aunque inferior a los niveles recientes, aún es elevada.

La desaceleración del empleo se está traduciendo en cierta moderación salarial, tanto en el salario base como en compensaciones extraordinarias. En consecuencia el consumo privado se está moderando, aunque aún mostrará un crecimiento positivo durante el tercer trimestre. El sector privado japonés se encuentra en una posición financiera saneada dado que el crecimiento del valor de sus activos ha compensado el incremento del valor de sus pasivos, especialmente las deudas hipotecarias. Ni la caída de los precios de las viviendas ni la reciente caída de la bolsa se estima que vayan a producir efectos riqueza adversos. Sin embargo, sí se está produciendo una respuesta a las condiciones laborales más flexibles; el gasto de consumo en bienes duraderos y en artículos de lujo se ha moderado recientemente, y también, aunque en menor medida, el gasto en automóviles.



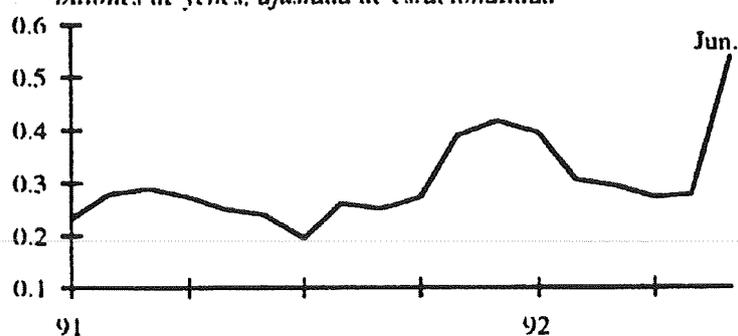
Contribución del gobierno al crecimiento del PIB

% trimestral anualizada, ajustada de estacionalidad



Órdenes del sector público de manufacturas

billones de yenes, ajustada de estacionalidad



Principales medidas del paquete fiscal billones de ¥

<u>Obras públicas adicionales</u>	8.60
Obras públicas generales	3.40
Resturación	0.50
Educación e investigación	0.55
Obras públicas de gobiernos locales (*)	1.80
Construcción residencial pública (*)	0.80
Compra de terrenos para uso gubernamental (*)	1.55
<u>Préstamos adicionales para inversión empresarial (*)</u>	2.10
Total	10.70
<u>Otros</u>	
Compra de acciones por fondos publicos (*)	1.12
Inversiones	0.70
Reducción de impuestos sobre inversión	0.30

(*) Financiadas (total o parcialmente) por el FILP

El gasto en bienes de capital tampoco ofrece unas perspectivas brillantes, ya que está respondiendo a la caída de los beneficios durante 1991. La inversión privada ha pasado de representar un 20% del PIB durante 1991 a un 19% durante el primer trimestre de 1992. Aunque la diferencia es pequeña, la tendencia es hacia una mayor desaceleración tal y como lo muestran los índices de confianza empresarial incluidos en el último informe trimestral del Banco de Japón (Tankan). En este informe se afirma que las grandes empresas de manufacturas planifican recortes significativos en su inversión, aunque las empresas no manufactureras son más moderadas. Las pequeñas empresas (que representan un 45% del total del gasto de capital) también planifican reducciones en su inversión, aunque la cifra de recorte mencionada (un 20% respecto a 1991) parece exagerada y puede corregirse en informes posteriores.

Sin embargo, las recientes medidas fiscales van a tener un impacto positivo tanto en el gasto en bienes de equipo como en el de construcción. En el gasto en bienes de equipo, el aumento de los pedidos de equipo procedentes del sector público durante el mes de junio, ya es un reflejo de dichas medidas. En la construcción aún no hay señales positivas aunque se espera que empiecen a ser evidentes durante el último trimestre de 1992. Ello supondrá un apoyo crucial sobre todo en el sector de construcción residencial cuyas órdenes se han reducido significativamente durante el segundo trimestre, generando la posibilidad de que las viviendas comenzadas se reduzcan, y por tanto la actividad del sector de construcción se retraiga.

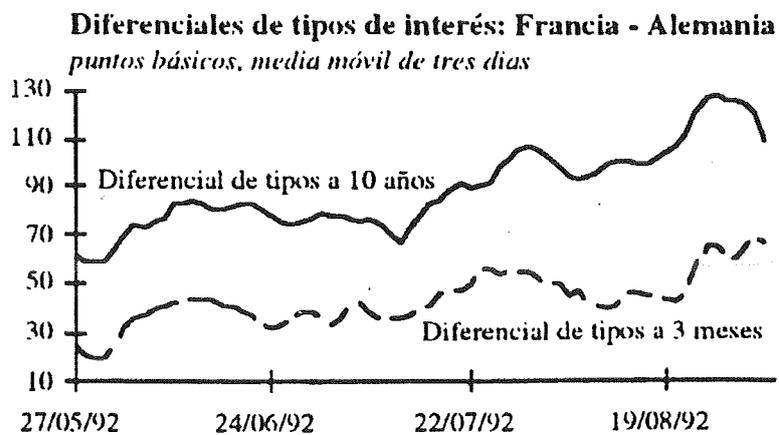
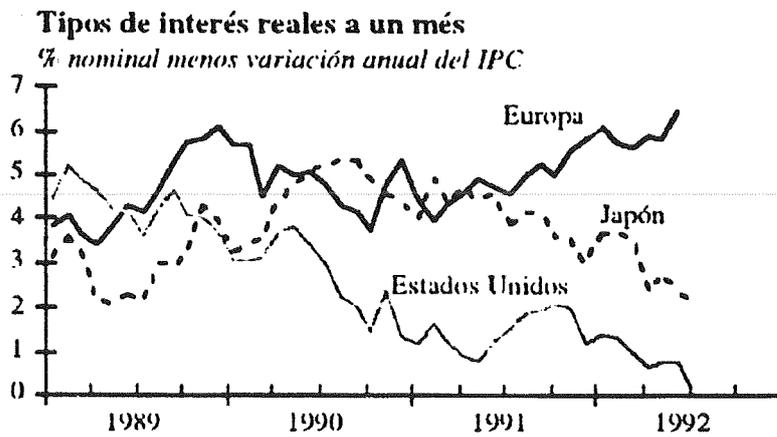
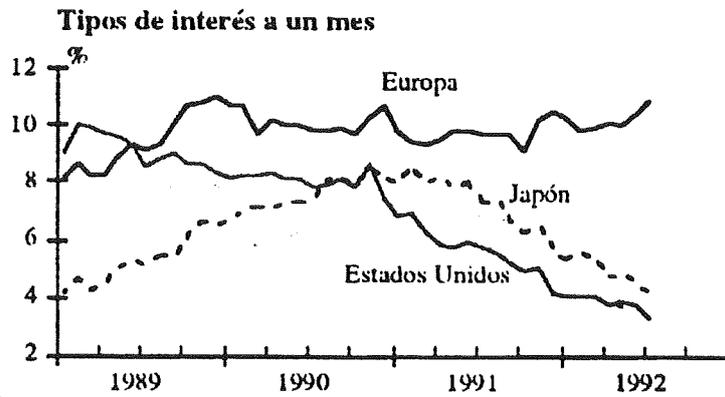
Si ningún componente de la demanda interna ofrece un panorama muy brillante, tampoco cabe esperar mucho estímulo del gasto exterior. El volumen de las exportaciones está aumentando al mismo ritmo que las importaciones desde 1990. Ambas se han desacelerado hasta una tasa de crecimiento del 2% durante la primera mitad de 1992, reflejando la menor demanda tanto interior como exterior. En términos nominales, la apreciación del yen frente al dólar hace que el superávit japonés aumente, especialmente con Estados Unidos; el crecimiento del superávit durante la primera mitad de 1992 ha sido del 17%.

A pesar de la tendencia a la desaceleración económica mostrada, la economía japonesa tiene perspectivas positivas de crecimiento debido a las medidas monetarias y fiscales tomadas. Las medidas monetarias se han centrado en una reducción de 4 puntos porcentuales de los tipos de interés a corto plazo desde mayo de 1991. Además, los tipos de interés a medio y largo plazo han respondido a la relajación monetaria y los tipos de interés reales de los bonos (JGB) a 10 años se encuentran ahora en el 2.5%. Una cuestión que permanece, sin embargo, es el crecimiento muy reducido de la masa monetaria y del crédito bancario. En parte, ello puede reflejar procesos financieros de sustitución por parte de los individuos de activos de sus carteras que estaban incluidos en el agregado M2 por depósitos fuera del mismo (en cajas postales). Además, existe el riesgo de que los mayores requisitos exigidos por el Banco de Pagos Internacionales sobre las dotaciones de capital de los bancos estén provocando un retraimiento de la oferta de crédito. Si las magnitudes monetarias y crediticias no se recuperaran, cabría la posibilidad de un nuevo recorte en el tipo oficial del dinero (ODR).

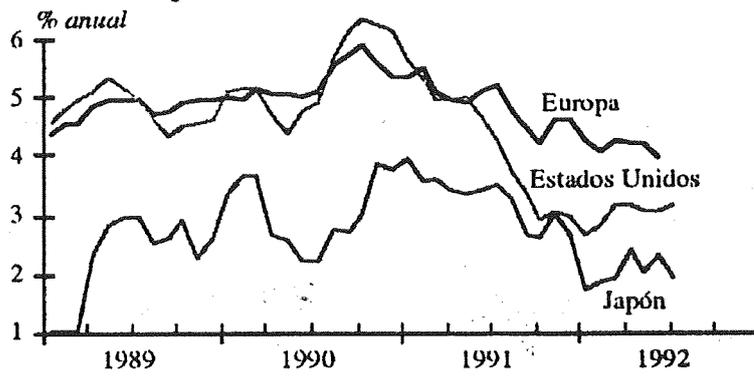
Mientras tanto, la economía puede encontrar un firme soporte al crecimiento en las medidas fiscales aprobadas el 28 de agosto. El paquete fiscal supone un gasto suplementario de 10.7 billones de yenes, que añadirá 0.5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB durante 1992. El efecto sobre el PIB en 1993 será más significativo, ya que, además el Parlamento habrá aprobado en octubre el presupuesto suplementario propuesto por el Ministerio de Finanzas.

El paquete fiscal de agosto incluye medidas de apoyo al mercado financiero, como las compras de 1.1 billones de yenes en acciones o de 1.6 billones de yenes en suelo. También recoge la posibilidad de concesión de préstamos a través del Programa Fiscal de Préstamos y de Inversiones (FILP). Este programa proporciona más de la mitad de la ayuda contenida en el paquete fiscal. Los préstamos van a estimular la inversión empresarial en mejoras de eficiencia y la inversión residencial. También servirán para apoyo de obras públicas desarrolladas por gobiernos locales. Estos gastos locales, junto con el programa FILP pueden empezar a tener una repercusión palpable a partir de septiembre. Además, la reducción de impuestos sobre la inversión (en

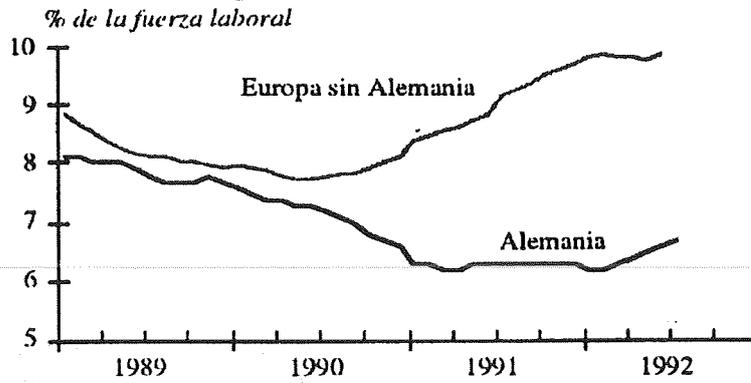
Europa



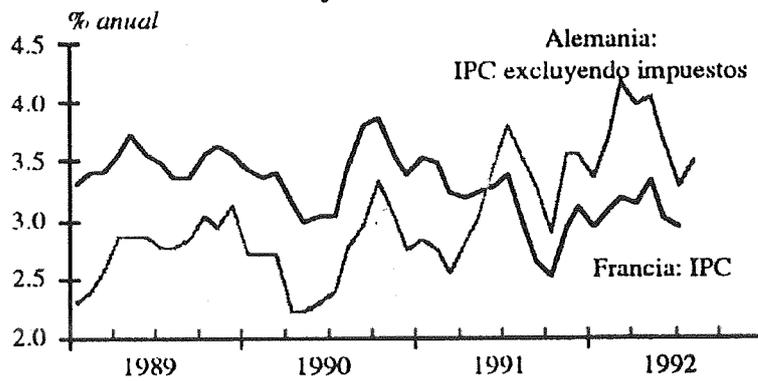
Inflación (precios de consumo)



Tasa de desempleo



Inflación - Francia y Alemania



octubre), proporcionando un ahorro fiscal de 300 mil millones de yenes, y los 700 mil millones de yenes en inversión por parte de las empresas de energía, también impulsarán el gasto privado a final del año, aunque, de nuevo, el impacto será mayor en 1993.

Europa tiene un horizonte económico incierto.

Los resultados de la actividad económica en Europa durante el segundo trimestre de 1992 han sido más débiles de lo esperado. En parte la debilidad simplemente refleja que los resultados del primer trimestre fueron extraordinarios y que factores como la buena climatología o el ser año bisiesto estimularon la actividad en el sector de construcción y las ventas al por menor. La evolución económica durante el segundo trimestre ha modificado las expectativas que existían a principios de año. Tras un año 1991 en el que varios países experimentaron una fuerte recesión y la mayoría sufrieron una importante desaceleración de su crecimiento, la comunidad económica esperaba un año 1992 en el que gradualmente los países sentaran las bases para un despegue económico sostenido que, finalmente, tendría lugar durante 1993. Mientras que en Francia y en Italia han tenido resultados económicos que se pueden calificar mejores de lo esperado, ese no es el caso de Alemania, Gran Bretaña ni de España.

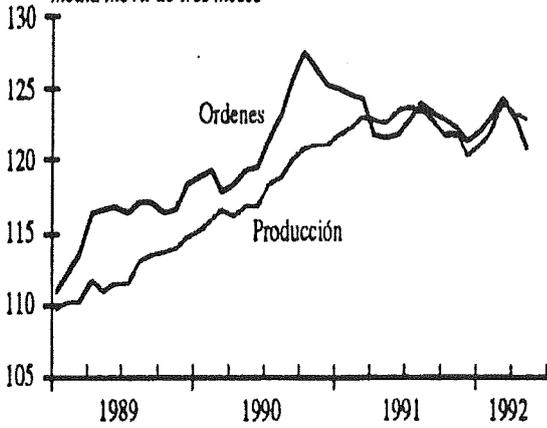
Una de las bases esperadas para el crecimiento era la relajación monetaria que llevaría a menores tipos de interés y tipos de cambios más despreciados, en respuesta a la debilidad económica. Además de la influencia negativa que ha tenido la ausencia de recuperación vigorosa de la economía norteamericana, la política monetaria no ha jugado el papel esperado: los tipos de interés no sólo no se redujeron, sino, que en muchos casos se elevaron en junio, siguiendo la decisión del Bundesbank y el deterioro en la confianza en la convergencia europea tras el rechazo a Maastrich en el referendun danés. Los tipos de interés elevados que han prevalecido durante los primeros nueve meses del año 1992 reducen las perspectivas de crecimiento para 1993. Aún más, aunque su probabilidad es inferior al 50%, el riesgo de recesión no está descartado. Si la confianza de los empresarios y la producción permanecen deprimidas, los empresarios continuarán reduciendo el empleo, lo que resultará en caídas de la renta y del gasto, que además de reducir los beneficios empresariales, autoalimentarán la debilidad económica. El riesgo de una recesión generalizada en Europa puede ser evitado si los tipos de interés se redujeran significativamente. La ligera reducción de los tipos de interés en Alemania (0.25 puntos porcentuales) y en sus países satélites como resultado de las presiones en el SME en vísperas del resultado del referendun francés no es probable que tenga ningún efecto estimulante en el crecimiento económico; es más, la incertidumbre generada en relación con el futuro de la unión económica europea puede retraer decisiones de inversión y tener un impacto negativo sobre las economías europeas. La ratificación por una muy estrecha mayoría del tratado de Maastricht en Francia no despeja totalmente las incertidumbres sobre el futuro europeo como para estimular una nueva dinámica de inversiones.

En algunos países, además, la ruptura de la confianza en la convergencia europea exigirá mayores dosis de rigor en la política económica para corregir los desequilibrios existentes, en particular la inflación. Así, tanto Italia como España han prometido políticas fiscales restrictivas para 1993, lo cual resultará en mayor desaceleración económica en dichos países. Y, aunque es probable que la política monetaria global europea tenga que ser redefinida, resulta difícil aceptar que el Bundesbank se vea presionado a relajar mucho su política monetaria. Con Alemania manteniendo una política básicamente restrictiva, el crecimiento económico alemán se verá limitado, y con él también las perspectivas para el resto de Europa.

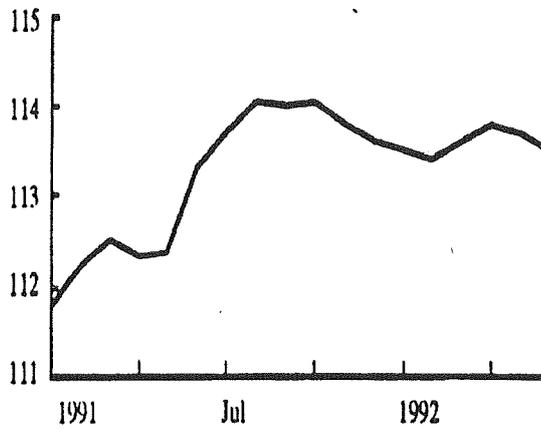
Es evidente que Alemania seguirá ejerciendo una influencia notable en Europa debido a su peso económico. Dejando aparte la posibilidad de que exista un realineamiento en Europa, el Bundesbank mantendrá unos tipos de interés elevados mientras no tenga confianza de que la inflación está en vías de desacelerarse. El crecimiento de la masa monetaria ($M3$), mientras permanezca rápido, impondrá una cautela adicional a cualquier decisión del Bundesbank en cuanto a su política monetaria, a pesar del deterioro que ha

La actividad industrial en los principales países europeos

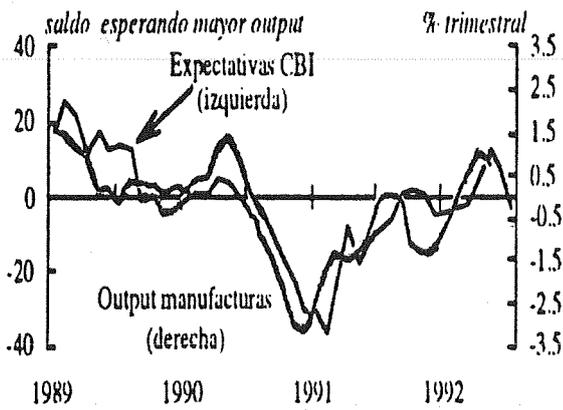
Alemania - Producción y órdenes de manufacturas
media móvil de tres meses



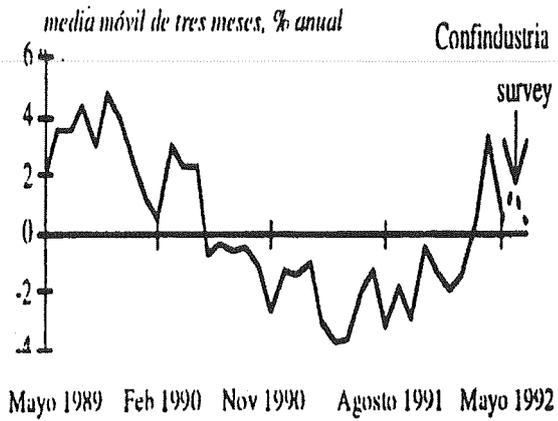
Francia - Producción industrial
media móvil de tres meses



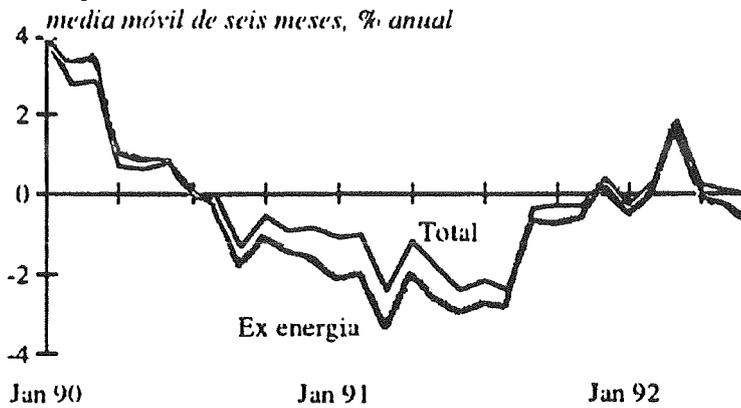
Gran Bretaña - Producción industrial



Italia - Producción industrial



España - Producción industrial



sufrido la M3 como indicador monetario al incluir los saldos monetarios de la antigua Alemania oriental. La economía alemana aún muestra un grado de utilización de la capacidad productiva elevado, debido al efecto que provocó la reunificación política y económica en 1990. La tasa de paro alemana también se sitúa en un nivel reducido (6.5%, cuando la media entre 1988 y 1991 era de un 7.5%). Esto avala la idea de que aún no se ha creado suficiente desaceleración económica como para poder anticipar una reducción de las tensiones inflacionistas próximamente, y por ende, una relajación monetaria.

Sin embargo, es evidente que la economía alemana está moderando su ritmo de crecimiento. Frente a un crecimiento alrededor de un 2% durante 1991, el PNB alemán se estima que crecerá a una tasa cercana al 1% durante 1992. Aunque en la segunda mitad de 1992 puede existir algún estímulo en el gasto debido a la eliminación del recargo en el impuesto sobre la renta, se espera que el consumo se mantenga moderado. Los consumidores sopesarán el efecto inmediato de aumento de la renta disponible por el fin del recargo y la reducción futura de la misma debido a posibles aumentos impositivos (IVA) y de las contribuciones a la seguridad social. Si las perspectivas del gasto de consumo no parecen ser muy optimistas, tampoco lo son las del gasto de inversión, ya que los beneficios empresariales se han reducido sensiblemente a lo largo de 1991, lo cual limitará el gasto en bienes de capital. Por último, aunque el gasto público demandado por la reunificación alemana aún será elevado, no llegará a los niveles de 1991.

El curso esperado de acontecimientos llevará eventualmente a una flexibilización de la política económica alemana, pero ésta aún se hará esperar. Se ha explicado que estas condiciones restrictivas se están imponiendo al resto de Europa, lo cual limita su crecimiento y aumenta los riesgos de que se genere una nueva recesión al menos en algunos países. La situación de la libra esterlina impidió al gobierno británico reducir los tipos de interés y aprovechar la recuperación de la confianza del consumidor tras las elecciones gubernamentales de abril. La decisión adoptada el miércoles 16 de septiembre de permitir a la libra fluctuar fuera del marco del mecanismo de cambios europeo ha posibilitado un recorte de 1 punto porcentual en los tipos de interés oficiales. Ello implica una opción política a favor de mayor crecimiento económico y tolerancia de mayor inflación. La magnitud y el desfase de la respuesta de la actividad económica real es aún una cuestión incierta. Si las expectativas económicas no mejoran es difícil anticipar un crecimiento superior al 1% durante los primeros seis-nueve meses, lo que implicará que el paro siga creciendo y la debilidad se autoalimente. Las condiciones económicas en Francia son, en principio, más favorables al crecimiento económico. Tampoco se ha visto privada de los efectos negativos de la incertidumbre política debido al referéndum sobre Maastricht, pero los tipos de interés, su situación fiscal y la posición competitiva de su moneda son relativamente mejores que otros países europeos. Sin embargo, también es posible que el gasto de consumo se retraiga (en comparación con su evolución durante el primer trimestre) si el paro continúa aumentando. Los países con mayor inflación diferencial (España, Italia, Portugal) se han comprometido con políticas de ajuste económico muy severas, que aumentarán el efecto negativo procedente de la ausencia de crecimiento en los países tradicionalmente fuertes.

Cuando existe el riesgo de una desaceleración económica tan importante como para no desechar el riesgo de recesión como resultado de la política económica practicada, es importante conocer que objetivo final se persigue. Europa, que aún se encuentra dando los primeros pasos en cuanto a la coordinación de políticas para la consecución de objetivos comunes, parece haberse propuesto la reducción de la inflación de "toda la región". En realidad la inflación europea (4.5%) es elevada en comparación a la de Estados Unidos (3%) y a la de Japón (2%), lo que resta competitividad a sus productos. A pesar de la debilidad económica, la inflación permanece elevada en Gran Bretaña (4.5%), España (6%), Italia (5%) y Alemania (3.5%-4%); solamente Francia ofrece una tasa de inflación (3%) similar a la de Estados Unidos. Si el objetivo consiste en obtener una inflación media en Europa del 2%-3%, la política económica permanecerá restrictiva. El principal problema que se plantea se refiere a la autoridad política. Bajo el SME, el Bundesbank impone la disciplina monetaria al resto de los países. Mientras la economía alemana ha ejercido de fuerza motriz al resto de las economías europeas o mientras ha demostrado la menor tasa de inflación, la autoridad alemana no ha sido

cuestionada. La unificación alemana ha venido a distorsionar el funcionamiento político-económico europeo: Alemania ha experimentado un shock diferencial que se ha traducido en mayor crecimiento y en mayor inflación. En consecuencia, las autoridades monetarias reaccionaron aumentando la restricción monetaria, que hasta ahora ha tenido un efecto moderado sobre el crecimiento alemán pero que ha afectado severamente al resto de los países.

Este resultado no es aceptado ni por los agentes sociales ni por las autoridades políticas como se ha puesto de manifiesto con las perturbaciones recientes en el SME, y es probable que lleve a un debate profundo del funcionamiento del SME. Mientras tanto, sin embargo, de forma consensuada o de forma fáctica, las economías europeas se verán muy determinadas por la actitud del Bundesbank. Este, probablemente sólo se verá inducido a relajar significativamente las condiciones monetarias cuando su tasa de paro alcance el 7.5%, y la utilización de la capacidad productiva el 80%, lo cual no es predecible antes de finales de 1992.

Conclusión.

En ausencia de ningún bloque económico ejerciendo un liderazgo claro, las perspectivas para el resto de 1992 y para la primera parte de 1993 no son muy brillantes. Las medidas fiscales de Japón no tendrán un efecto pleno hasta 1993. En Europa, el conjunto de países seguirá muy influido por la economía alemana. Los elevados tipos de interés, los costes laborales y la fortaleza del marco alemán son factores que deprimirán el sector industrial. Además, el gasto de consumo se verá afectado por la probable elevación de impuestos en enero de 1993, y por el clima de incertidumbre provocado por el crecimiento del desempleo. El PNB alemán no va a mostrar síntomas de reactivación hasta la segunda mitad de 1993 y, por tanto, los demás países europeos verán limitada su capacidad de crecimiento.

En Estados Unidos el problema reside en la falta de estímulo para el gasto de las economías domésticas debido a su baja tasa de ahorro, aunque la posición financiera del sector privado ha mejorado gracias a la reducción de los tipos de interés. Si hasta ahora la relajación monetaria no ha producido ningún efecto positivo en el crecimiento, hay que esperar a ver si la reducción de tipos de interés implementada a principios de septiembre genera expectativas positivas sobre la economía, estimulando el consumo y la inversión. Debido al desfase con que los estímulos monetarios se traducen en resultados positivos en la actividad económica real, no cabría esperar una respuesta a la última relajación monetaria en el período restante de 1992. Sin embargo, la reducción de tipos de interés ya ha sido significativa y la ausencia de resultados podría estar vinculada a la incertidumbre política derivada de las próximas elecciones presidenciales.

EL INFORME SEMESTRAL DEL FMI SOBRE LA SITUACION Y
PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL

Ricardo Cortes

Después de las turbulencias en los mercados de cambio que empezaron el 14 de Septiembre, de la salida de la libra y de la lira del Sistema Monetario Europeo (SME), de la devaluación de la peseta, de las ásperas recriminaciones entre el Ministro del Tesoro británico, Norman Lamont, y el presidente del Bundesbank Helmut Schlesinger, y de la continuación de las presiones a la baja en las bolsas, que no se han calmado todavía, podría parecer ocioso ocuparse de un documento como el de referencia, que al haber sido redactado antes de esos acontecimientos (se publicó el 16 de Septiembre), podría pensarse que ha perdido gran parte de su utilidad. No lo creemos así: es útil disponer de una visión global de lo ocurrido en los seis meses anteriores, sobre todo si procede de un organismo tan acreditado como el FMI. Porque la situación económica en esos meses, tal y como la ~~valora~~ el informe del FMI nos da, en gran medida, la clave de lo ocurrido y de lo que pueda ocurrir en el futuro inmediato.

Como de costumbre extractaremos lo fundamental del contenido del Informe y añadiremos -cuando proceda- algunos comentarios entre corchetes.

Visión de conjunto.

En el primer semestre de 1992, la economía mundial mostró signos de reanimación, al empezar a salir lentamente de la recesión de 1990-91 algunas de las grandes economías. Durante los próximos 12 meses se espera que el ritmo de crecimiento de la economía mundial continúe recuperándose, si bien a un ritmo moderado. Tras el estancamiento de 1991, el producto bruto mundial podría aumentar un 1% en 1992 y un 3% en 1993, más o menos el ritmo de aumento durante las dos décadas pasadas, pero algo menor que el que siguió a las dos recesiones pasadas, en 1974-75 y 1981-82, que por otra parte fueron menos fuertes que la de 1990-91. Probablemente la inflación bajará en muchos países y el ritmo de aumento del comercio mundial podría pasar de 2,25% en 1991 a 6,75% en 1993.

[Después de las recientes turbulencias, quizás habría que revisar hacia abajo esos pronósticos moderadamente optimistas: no está claro, ni mucho menos, que se vaya a salir de la recesión el año próximo. Dependerá en gran parte de acontecimientos políticos, como el avance o retroceso de la unión europea y el mayor o menor éxito de la transición al capitalismo de los países excomunistas.]

En los *países industriales* la expansión continúa siendo débil y desigual, con riesgo de que decaiga aún más. El gran obstáculo es que en algunos países [EE.UU., Japón y Gran Bretaña] una fuerte baja de los precios de los inmuebles y de los activos financieros [lo que se está llamando "deflación de deuda y de activos"] está corrigiendo los efectos de una especulación excesiva anterior que los hizo subir demasiado. Además, en algunos países, déficit públicos excesivos han minado la confianza de los consumidores y de las empresas. Grandes divergencias en las políticas económicas de los grandes países están produciendo fuertes tensiones en los mercados de cambios [que han acabado produciendo, después de redactado el informe, la devaluación de la peseta y la salida de la libra y de la lira del SME]. En muchos países, la necesidad de

controlar la inflación limita estrechamente la posibilidad de tomar medidas para animar la actividad económica a corto plazo, yendo más allá de la baja en los tipos de interés ya ocurrida en algunos países y del paquete de medidas reanimadoras tomado recientemente por el Japón. Muchos países deben esforzarse urgentemente en reducir sus déficit públicos para devolver la confianza a los consumidores y a las empresas y para hacer posible un crecimiento continuado a medio plazo.

En muchos *países en desarrollo*, el crecimiento continúa siendo relativamente fuerte a pesar de un entorno económico mundial débil [según el informe anual del Banco Mundial recién publicado, los precios de los productos básicos, salvo los alimentos de base, en términos reales -es decir comparados con los que importan de los países desarrollados- nunca han estado tan bajos, ello debido a una debilidad del ritmo de crecimiento mundial acentuada este año.] gracias a que un número creciente de esos países han hecho importantes progresos hacia la estabilización y la reforma económica. En otros, no se han hecho suficientes esfuerzos para conseguir un crecimiento continuado. En algunos países de Europa oriental, hay signos que parecen indicar que la fuerte contracción de la producción que están sufriendo está acabando, y que la reforma económica empieza a dar fruto, aunque la situación continúa vulnerable. En los países sucesores de la antigua URSS, como la transformación económica en realidad está empezando, se cree que la producción continuará descendiendo.

Países Industriales.

Desde el principio de los años ochenta, la estrategia económica a medio plazo en la mayoría de los países industriales se propuso conseguir:

- estabilidad de precios;
- tasas elevadas de ahorro e inversión, especialmente mediante la reducción del déficit público;
- supresión de obstáculos a una eficiente asignación de recursos, y
- creación de empleo mediante reformas estructurales.

Unos objetivos que no se han conseguido por igual.

Los más importantes éxitos se han logrado en la lucha contra la inflación, que ha disminuido notablemente en los años ochenta en muchos países, llegando en algunos casos a los bajos niveles de los años sesenta.

Un comportamiento que no es general y que obliga a varios países a perseverar en la lucha contra la inflación.

Durante los años ochenta, los déficit públicos bajaron fuertemente en algunos países industriales. En otros, por el contrario, continúan siendo muy elevados, e incluso han aumentado recientemente después de una etapa de consolidación, lo que ha causado tipos de interés reales a largo plazo históricamente muy altos a pesar de la debilidad de las distintas economías. El llamado "dividendo de la paz" [la posible reducción de gastos militares facilitada por el fin de la guerra fría] en teoría podría hacer posible reducir los déficit públicos, pero está claro que la presión sobre otras partidas de gastos va a intensificarse en los próximos años a causa del envejecimiento de la población, del coste creciente de los gastos médicos y de la demanda creciente de inversiones en infraestructuras y en mejoras del medio ambiente.

Respecto del tercer objetivo, es evidente que falta mucho por hacer para dismantelar barreras al comercio internacional, reducir subsidios a la agricultura [reformando por fin la política agrícola comunitaria] y a la industria y mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo [aumentando su flexibilidad ante las inseguridades económicas que, con la falta de pedidos, pueden amenazar la supervivencia de la empresa]. El fin hoy prioritario en la liberalización del comercio es evitar que fracasen las negociaciones de la Ronda Uruguay, lo que constituye un serio motivo de preocupación.

El progreso principal en el frente de la liberalización se ha logrado en los mercados financieros. Una liberalización que reclama intensificar la inspección de las autoridades financieras para impedir apalancamientos excesivos [es decir, una baja proporción de capital propio y una alta proporción de deuda] y que las autoridades presten mayor atención a la evolución de los mercados de capital para evitar aumentos insostenibles en los precios de los activos [como ha sucedido con los inmuebles en Gran Bretaña, y con las acciones en el Japón, causas importantes de la crisis en esos países]. Sólo así se conseguirá que la liberalización financiera dé los frutos esperados.

Las presentes dificultades de muchos países industriales se deben a no haber aplicado plenamente la estrategia a medio plazo que definen esos cuatro objetivos. Dificultades que empezaron a fines de los años ochenta: la inflación se aceleró en varios países después de haber bajado progresivamente en el período 1982-86. Esa aceleración se debió en parte a haberse alcanzado el límite de la capacidad productiva, lo que podría haberse evitado reduciendo los déficit públicos y eliminando rigideces estructurales, especialmente en los mercados de trabajo. En algunos países, una política monetaria permisiva hizo posibles subidas especulativas en los precios de los activos, al no haberse corregido con la rapidez necesaria la laxa política monetaria adoptada en parte para responder a la crisis bursátil de Octubre de 1987.

El endurecimiento posterior de la política monetaria redujo la inflación, pero inevitablemente debilitó la actividad económica. En los países que permitieron una aceleración de la inflación al final de los años ochenta, esa debilitación se prolongó bastante, mientras que los que controlaron mejor la inflación sólo sufrieron reducciones moderadas de su actividad económica, aunque, desde luego, otros factores contribuyeron a esa diferencia.

Al contrario que en la lucha contra la inflación, muchos países industriales no han actuado con la debida energía para reducir el déficit público y proceder a las reformas estructurales, como ha hecho patente la recuperación débil y lenta de las recesiones o debilitaciones de la coyuntura en los años 1990-91. En Europa, los altos tipos de interés, resultado de la reunificación alemana y de elevados déficit públicos en otros países, y los escasos progresos en la reducción de problemas estructurales en los mercados de trabajo han contribuido a que las distintas economías no se hayan recuperado en grado suficiente. En Norteamérica, los tipos de interés a corto plazo se han reducido considerablemente, una medida acertada en vista de la debilidad de la actividad económica y de los progresos en la lucha contra la inflación, aunque esa decisión de la Reserva Federal no haya sido demasiado eficaz para conseguir la recuperación plena de la actividad económica, a causa de los altos tipos de interés *a largo plazo* y de la falta de confianza de consumidores y empresarios. La debilidad de la economía estadounidense refleja la permanencia agravada del déficit público estructural de los desequilibrios financieros resultantes de un exceso de préstamos al sector privado, de la inflación de precios de los activos en los años ochenta, y también de la herencia de una elevada inflación en la mayor parte de las décadas de los ochenta y noventa.

Está claro que, al no haberse alcanzado los objetivos a medio plazo, es difícil adoptar medidas adicionales, especialmente en política fiscal, para conseguir una recuperación más robusta de la economía. En lo que respecta a la política monetaria, las rebajas en los tipos de interés a corto plazo para estimular la economía pueden incluso llegar a ser contraproducentes si reducen la credibilidad al propósito de, las autoridades de contener la inflación, causando así una subida en los tipos de interés a largo plazo. Por ello, los países que

ya han rebajado fuertemente sus tipos de interés a corto plazo no parece que deban continuar reduciéndolos. Las autoridades monetarias de esos países deben estar alerta a la aparición de señales que apunten a una mayor inflación, y si aparecen debe elevar prontamente los tipos de interés a corto plazo. Igualmente en Alemania la autoridad debe asegurarse de que las presiones inflacionistas están disminuyendo antes de adoptar una política monetaria más laxa, teniendo en cuenta además la presencia de un déficit público elevado y la falta de decisiones eficientes para reducirlo.

Seguidamente, repasaremos las principales evaluaciones del Informe sobre la situación particular de los países industriales.

La economía de Estados Unidos. En el primer trimestre de 1992 se hizo sentir una cierta recuperación de la actividad económica gracias a un aumento del consumo y de la construcción residencial, continuando el fuerte crecimiento de las exportaciones de trimestres anteriores. Sin embargo como consumidores e inversores no tenían demasiada confianza en el futuro, el ritmo de la recuperación volvió a debilitarse en el segundo trimestre, lo que llevó a la autoridad monetaria a rebajar de nuevo los tipos de interés a corto plazo. De todos modos se espera que la mejora en los balances de las empresas, gracias a la reducción mencionada en los tipos de interés, y la mejora en la competitividad internacional de las exportaciones americanas puedan lograr que el PIB aumente un 2% en 1992 y un 3% en 1993.

[Si el informe del FMI se hubiese finalizado tres semanas más tarde no sería tan optimista: el Índice de Intenciones de Jefes de Compra (Purchase Managers' Index) de fin de Septiembre bajó 4,7 puntos en ese mes, llegando a 49%; (por debajo de nivel crítico de 50% la producción industrial disminuye) por primera vez desde Enero. La cartera de pedidos de la industria está bajando fuertemente y el mercado de trabajo no se anima. Otras estadísticas económicas recién publicadas son también negativas.]

Desde hace casi una década el gran problema de la economía estadounidense ha sido el enorme déficit federal. En 1990-91 no se pudo reducir el déficit en parte a causa de la debilidad de la economía. Desde entonces las perspectivas fiscales a medio plazo han empeorado. Estos grandes y duraderos déficits norteamericanos constituyen un grave impedimento al desarrollo, tanto en EE.UU. como en el resto del mundo, ya que aumentan las expectativas de una alta inflación en el futuro y presionan sobre los tipos de interés a largo plazo, disminuyendo así las oportunidades de inversión en el sector privado y ocasionando tensiones en los mercados financieros y de cambios.

La mejora de la economía estadounidense a medio plazo necesita reducir con urgencia el déficit público federal. Un programa global encaminado a disminuir gastos (y controlar su crecimiento en el futuro) y aumentar ingresos restauraría la confianza de los agentes económicos, haría que disminuyesen los tipos de interés reales [es decir descontada la inflación] a largo plazo, y disminuiría el riesgo de que suba la inflación cuando la economía se reanime. Ciertas medidas de reducción del déficit, como la eliminación de gastos que causen distorsiones en la carga fiscal y reducción de subsidios a la agricultura, ayudarían también a resolver problemas estructurales que vienen de antiguo.

Los rasgos de la situación económica de la Comunidad Europea (CE). Tras la desaceleración del crecimiento en 1991, el Informe del FMI espera que la actividad económica se vaya recobrando gradualmente en 1992-93, con un aumento del PIB de 1,5% en 1992 y de 2,25 % en 1993. [Ni que decir tiene que después de las recientes turbulencias, devaluaciones, salidas del SME etc. estos pronósticos deben recibirse con la mayor cautela.] Al igual que en EE.UU., la recuperación europea es más débil que las que siguieron a recesiones anteriores; el reciente aumento de tensiones en los mercados de cambio [recordemos que esto se escribió antes del 16 de Septiembre, fecha en que la libra esterlina abandonó el Sistema Monetario Europeo]

han aumentado la incertidumbre y debilitado la confianza. Gran Bretaña aún no ha salido de la recesión y el crecimiento en Italia continúa siendo débil. Hay señales de recuperación en Alemania Oriental, pero la actividad económica en Alemania Occidental se ha desacelerado después de su recuperación en el primer trimestre de 1992. En Francia, después de una fuerte recuperación en el primer trimestre, el ritmo de crecimiento ha disminuido en el segundo. La conclusión por la que el Informe se inclina es la de que aunque se espera que la actividad económica en la Comunidad Europea recupere algo en el futuro próximo, [esperanza que podría ser engañosa después de las recientes turbulencias], es poco probable que esa recuperación sea lo suficientemente intensa para corregir la reciente subida del paro, ahora cerca del 10%.

Las causas de este débil crecimiento y este paro elevado en la CE son complejas. A pesar de los progresos en liberalizar y desregular la economía a consecuencia del programa para la implantación del Mercado Único [que en principio debe entrar en vigor el 1 de Enero de 1993, aunque tras las recientes turbulencias podría atrasarse] continúan existiendo muchos impedimentos estructurales, especialmente en el mercado del trabajo y en el área de subsidios y subvenciones. Además, el endurecimiento de la política monetaria alemana para hacer frente a las presiones inflacionistas consecuencia de la reunificación se ha extendido al resto de la CE, donde la situación no justifica en muchos casos la urgencia de unos altos tipos de interés. En otros países miembros, como Italia, que no han hecho progresos suficientes para dominar la inflación y reducir el déficit público, los tipos de interés son especialmente altos e incluso se han elevado recientemente para responder a tensiones en el mercado de cambios.

Los esfuerzos necesarios para reducir los desequilibrios macroeconómicos en la CE han recibido nuevos ímpetus gracias al Tratado de Maastricht para conseguir una plena unión económica y monetaria al final de la presente década. La puesta en vigor de medidas para alcanzar los criterios de convergencia exigidos por el Tratado para participar en la etapa final de la Unión Monetaria Europea es esencial para poder reducir tensiones en el mercado de cambios, para posibilitar una reducción en los tipos de interés reales, y para aumentar el ritmo de crecimiento de la economía comunitaria a medio y largo plazo. Es muy poco probable que el crecimiento económico se mantenga a un ritmo satisfactorio si no se realizan esfuerzos perseverantes para reducir los déficits públicos excesivos y rebajar la inflación hasta niveles tolerables. Si se adoptan pronto medidas para reducir el déficit alemán a un nivel por debajo del 3% del PIB fijado en Maastricht, será más fácil para otros países miembros reducir sus desequilibrios fiscales y conseguir una mayor convergencia, gracias a los efectos beneficiosos que esas medidas alemanas tendrán en las condiciones monetarias del resto de la CE. Reformas estructurales y en el mercado de trabajo son igualmente cruciales para conseguir un mayor crecimiento. El que se haya llegado a un acuerdo sobre los principios básicos para reformar a fondo la Política Agrícola Común (CAP) permite ser optimistas a este respecto.

El comportamiento peculiar de Japón. Tras varios años de rápido crecimiento que culminaron en señales de recalentamiento de su economía, las autoridades japonesas se vieron obligadas a adoptar decisiones que redujeron en 1991, sensiblemente el ritmo de crecimiento económico. Sin embargo, el PIB real aumentó notablemente en el primer trimestre de 1992, pero los indicadores económicos más recientes, incluyendo el consumo privado, apuntan a una caída en el ritmo de crecimiento, que refleja una reducción en las presiones inflacionistas y en los precios excesivos de inmuebles y activos financieros, baja necesaria pero costosa. Para reducir el coste de este ajuste se han adoptado ya una serie de medidas, como son las fuertes rebajas en los tipos de interés a corto plazo y el adelanto de las inversiones públicas. Un amplio paquete adicional de medidas fiscales se anunció a fines de Agosto, que ayudará a recobrar la confianza y a estimular el crecimiento del PIB real, que se espera llegue a un 3,75% en 1993 tras haberse limitado a un 2% en 1992. A la vista del resultado de esfuerzos anteriores para reducir desequilibrios fiscales parece que las presentes medidas no pondrán en peligro la credibilidad de los objetivos fiscales a medio plazo fijados por el gobierno.

A pesar de ciertos riesgos a corto plazo, las perspectivas a medio plazo de la economía japonesa continúan siendo buenas, con un crecimiento potencial de alrededor de 3,5 %. El país se ha preparado para mantener la presión sobre el gasto público resultante del envejecimiento de la población en las dos o tres décadas futuras mediante presupuestos saneados y un superávit en la seguridad social. Los éxitos conseguidos en materia fiscal permiten a las autoridades consagrar su atención a reformas estructurales, especialmente en lo que respecta a los mercados financieros, libre competencia, agricultura y terrenos edificables. Esas reformas estructurales beneficiarán directamente a los consumidores del país y contribuirán a reducir tensiones en el comercio exterior [es decir a disminuir el superávit estructural de la balanza de pagos japonesa.]

Países en desarrollo.

Se estima que el crecimiento económico de los países en desarrollo ascenderá a un 6,25% en 1992 y 1993, el más elevado desde hace más de 10 años. Las únicas regiones en las que las perspectivas de desarrollo han empeorado son las de Africa oriental y meridional, donde cierto número de países están sufriendo las consecuencias de una fuerte sequía y de disturbios y guerras civiles. En otros países en desarrollo el reducido aumento de la demanda mundial y la consiguiente debilidad de los precios de los productos básicos han mitigado el impacto favorable en el servicio de su deuda exterior causado por la baja en los tipos de interés a corto plazo en EE.UU. y Japón y por acuerdos de reestructuración de su deuda externa. En el Oriente Medio la reconstrucción después de la guerra reciente está contribuyendo a una notable recuperación de la actividad económica.

Aparte de esos factores especiales, hay cada vez más señales de que la estabilización y los esfuerzos para realizar reformas estructurales están comenzando a dar fruto en un número creciente de países. Puede afirmarse que 35 países -que suponen más del 50% del producto de todos los países en desarrollo- han tenido éxito en su ajuste, aunque las reformas no se hayan completado en todos ellos. Algunos de ellos, la mayoría asiáticos, empezaron el proceso de reforma hace más de una década. Durante los últimos tres a cuatro años un número creciente de países en desarrollo en todo el mundo están empezando a superar las dificultades inevitables en las primeras fases del ajuste. La experiencia de esos países es una importante lección para los que están empezando ahora su ajuste y sus reformas.

Incluso durante el reciente período de lento crecimiento de la economía mundial en los países que han tenido éxito en su ajuste y sus reformas el aumento del PIB ha sido ininterrumpido y relativamente rápido. Lo han conseguido gracias a sus firmes esfuerzos para reducir sus déficit fiscales y controlar la inflación. También ha contribuido al éxito el que hayan reconocido la importancia de dar libre juego a las fuerzas del mercado: la mayoría de esos países han liberalizado el comercio exterior, reducido subsidios y privatizado empresas estatales. En muchos casos también han reformado sus mercados financieros para poder movilizar mejor sus recursos financieros y asegurar su alocación eficiente.

La reciente mejora en la economía de un número creciente de países en desarrollo se ha visto acompañada por un retorno de capital nacional que había huido y por importantes entradas de capitales extranjeros en forma de inversiones directas y de cartera, lo que indica que está aumentando la confianza en las perspectivas económicas de esos países. De todos modos sus autoridades deben tener bien presente que esos capitales se pueden ir tan deprisa como vinieron, y que para evitarlo es preciso prevenir recalentamientos de sus economías mediante medidas de ajuste apropiadas. En algunos países un mayor rigor en la política fiscal contribuiría a posibilitar una mayor inversión y permitiría una reducción de los actuales y elevados tipos de interés, que a menudo son la causa de las entradas de capital. En algunos casos también sería conveniente elevar el tipo de cambio de la moneda nacional. También sería posible acelerar las privatizaciones, lo que ayudaría a la amortización de la deuda pública tanto interior como exterior.

La considerable reducción en la *ratio* deuda/exportaciones en los países en desarrollo -de 178% en 1986 a 123% en 1992- hace pensar que se está progresando en la solución del problema de la deuda, especialmente en algunos países de nivel medio de riqueza que estaban muy endeudados. Se ha conseguido en parte gracias a medidas efectivas de estabilización y de reforma estructural que han promovido mayores exportaciones. Además de los efectos beneficiosos de unos tipos de interés mundiales más bajos, en algunos casos acuerdos de reducción de deuda han contribuido notablemente a esta mejora.

En los países en desarrollo más pobres, en su mayoría africanos, se ha progresado poco en el problema de aliviar la carga de la deuda, aunque algunas iniciativas de los acreedores públicos [estados y organismos internacionales], que representan la mayor parte de la deuda han contribuido a contener el coste del servicio de la misma. Sin embargo en los países más pobres es necesario adoptar medidas más eficaces para promover reformas económicas y conseguir un crecimiento más rápido de la economía. Entre esas medidas se cuentan una pronta aplicación de los acuerdos con países ricos para aumentar la ayuda oficial y técnica y una apertura mayor del mercado interior de los países ricos a las exportaciones de los en desarrollo. En vista de las necesidades especiales de los países pobres el FMI ha ampliado el plazo de acceso a su ventanilla de préstamos a interés reducido para ajuste estructural (ESAF: Concessional Enhanced Structural Adjustment Facility).

La comprometida situación de los países excomunistas.

Las primeras fases del proceso de transformación hacia el capitalismo en Europa Oriental significaron una fuerte caída en la producción en 1990 y 1991. Aunque se estima que en 1992 esa caída de la producción va a continuar, hay ciertas razones para esperar que está llegando a su fin, al menos en algunas de las economías. Además de los trastornos inevitables derivados del fin del sistema de planificación central autoritaria, otras causas adicionales de esa enorme baja en la producción han sido el derrumbe del comercio mutuo entre los miembros del abolido Comecón, el que gran parte del equipo capital estaba muy anticuado, rigideces en los mercados de trabajo y de capital, y dificultades de financiación. El ajuste se está prolongando porque la oferta está respondiendo muy lentamente a las fuerzas del mercado y porque es difícil desarrollar nuevos productos y encontrar nuevos mercados, si bien las exportaciones a los países industriales han aumentado notablemente.

En Europa Oriental [excluida la antigua URSS] los gobiernos en 1991 han procedido con cierta rapidez liberalizando precios y abriendo sus economías a la competencia exterior. Aunque se han hecho importantes progresos en esos terrenos la experiencia reciente ha mostrado dos cosas: 1ª) que existen límites objetivos a la rapidez de la transformación, y 2ª) la enorme importancia de la estabilidad financiera para poder realizarla. Mucho queda por hacer para establecer las instituciones y estructuras de una economía de mercado. Incertidumbres sobre derechos de propiedad, la falta de un sistema financiero que funcione, y la escasez de experiencia empresarial y financiera, constituyen serios obstáculos a las mejoras de las distintas economías. Además, aunque se ha progresado en la privatización de las pequeñas empresas, la de empresas medianas y grandes se está retrasando. Todos estos problemas se han visto agravados por déficit fiscales mayores de los esperados y por falta de control de la política monetaria. El que la economía de esos países progrese depende de la solución de todos estos problemas.

Los países de la antigua URSS están todavía en la primera fase del proceso de transformación. En la Federación Rusa se han realizado importantes reformas estructurales en 1992 entre ellas una amplia reforma de precios y la liberalización del mercado de cambio. Sin embargo no se ha conseguido todavía poner en marcha una política efectiva de estabilización ni realizar otras importantes reformas en el sistema económico. Si no se refuerza el control fiscal y monetario la inflación continuará alta, lo que hará imposibles mejoras en la asignación de recursos necesitadas con urgencia. Además de las medidas anunciadas en Julio será preciso

esforzarse en reducir el déficit fiscal, en contener la expansión del crédito a empresas en déficit, y establecer una regulación monetaria efectiva en el área del rublo. Para que la estabilización tenga éxito y para promover la necesaria reestructuración de la industria se necesita con urgencia que las empresas estatales introduzcan una contabilidad comercial apropiada y estrictas limitaciones presupuestarias y que se acelere la privatización y demás reformas estructurales.

Los demás países de la antigua URSS están experimentando más o menos las mismas dificultades que Rusia. A pesar de que se han tomado medidas para liberalizar los precios la producción está respondiendo muy lentamente a las fuerzas del mercado y subsisten numerosos obstáculos al comercio entre los estados sucesores de la antigua URSS.

El área del rublo se ve afectada por una continua falta de estabilidad que refleja una expansión excesiva del crédito en varios países y una falta de coordinación en las políticas económicas de los países que la forman. Varios de ellos están procediendo a introducir su propia moneda para conseguir así un mayor grado de independencia monetaria. Además, los países que abandonen el área del rublo tendrán que celebrar acuerdos con los que se queden, para evitar que surjan serias dificultades en el comercio con estos últimos.

La ayuda de la comunidad internacional es vital para limitar el coste de la transición y reducir los riesgos de fracasos en el proceso de reforma. Son imprescindibles tres tipos de ayuda que se refuerzan entre sí. El primero es asesoramiento sobre la política económica que deba seguirse y asistencia técnica. El segundo la ayuda financiera necesaria para acumular un volumen suficiente de reservas y ayudar a la financiación de proyectos de inversión. Y la tercera que el resto del mundo, en especial los países industriales, abran más sus mercados, sobre la base de la no discriminación, a las exportaciones de los países que emprendan el proceso de reformas para que éstos puedan beneficiarse del sistema de comercio multilateral, una de las razones del éxito de las economías de mercado.

SISTEMA FINANCIERO

TENSIONES EN EL SME
¿Para qué ha servido el referendum francés?.

Analistas Financieros Internacionales

El ajustado "sí" del referendum francés de ratificación del Tratado de Maastricht no ha resuelto finalmente la crisis que vive el Sistema Monetario Europeo (SME). La asimetría entre "fundamentos" y tipos de cambio nominales que ha venido fraguándose en los últimos años en algunas divisas, como la peseta y la lira -en distinta medida, por sus desequilibrios macroeconómicos-, o como la libra esterlina -por su recesión económica-, estaba amparada por una "fe" en la convergencia -la corrección de los desequilibrios- en la que la idea de Unión Económica y Monetaria tenía un papel clave. El resultado del referendum parece haber sido interpretado por los mercados como una señal demasiado débil como para permitir un respaldo a la continuidad de la ratificación del Tratado. De hecho, el resultado del referendum parece haber tenido un papel desencadenante del freno británico a la ratificación: los políticos europeos hablan ya con claridad de redefinir y ajustar algunos puntos del Tratado -subsidiaridad, política exterior e incluso plazos para la convergencia- y parece claro que el proceso se verá muy dilatado respecto al calendario inicial. El "sí" ha sido importante, pero su debilidad ha desencadenado un fortalecimiento de las posiciones revisionistas; el "sí" ha evitado una catástrofe institucional pero no impedirá el inicio de un período en el que el Tratado, en su redacción inicial, podría ser de nuevo sometido a discusiones.

Sin el "paraguas" de Maastricht, el SME vuelve a ser sistema de tipos de cambio "fijos pero ajustables". Esta situación parece haber sido aprovechada por el Bundesbank para reforzar su estrategia antiinflacionista sin aumentar la presión sobre los tipos de interés domésticos: la necesidad de las autoridades germanas de dar continuidad a la política monetaria restrictiva encuentra en la crisis del SME y en la debilidad del dólar USA un escenario ideal para presionar en favor de la revaluación del marco alemán en Mecanismo de Cambios Internacionales (MCI) del SME, "ahorrando" al Bundesbank y al gobierno el coste que en términos políticos tendría una nueva elevación de tipos de interés. De hecho, considerando la importancia del tipo de cambio como canal de transmisión de la política monetaria, cabe pensar que el éxito de tales presiones puede incluso estar ligado a descensos adicionales en los tipos de interés a corto plazo: En nuestra opinión, esta situación se ha revelado ya como el proceso subyacente relevante que tras los problemas institucionales de la CE ha venido determinando, en última instancia, los movimientos del mercado. Un elemento adicional, de oportunidad, debe añadirse: la economía alemana se aproxima a una recesión, lo que sin duda minará los "fundamentos" del marco (en favor del dólar, quizá) a lo largo de 1993, por lo que cualquier "reivindicación" cambiaría gozaría ahora de un contexto especialmente "oportuno".

El escenario europeo e internacional, en este sentido, sigue siendo el relevante a la hora de analizar el papel de la peseta. Es evidente que la política antiinflacionista se ve atenazada por las presiones devaluatorias ya que era la política cambiaria -la "sobreevaluación" de la peseta- uno de los pilares de aquella, toda vez que ni la política fiscal (por su carácter expansivo, sobre todo desde 1989) ni la de reformas estructurales han jugado un papel relevante en la lucha contra la inflación. Las autoridades españolas se ven, en este contexto internacional, "superadas por los acontecimientos". La quiebra de la cooperación en el MCI impide a las divisas más débiles soportar el exceso de oferta que sufren. Si bien no es extraño que las autoridades se opusieran a la devaluación de la peseta -por sus efectos expansivos e inflacionistas, en un contexto en el que la

restricción presupuestaria no está asegurada y cuando el grado de desaceleración de la economía no garantiza su neutralización (frente, por ejemplo, a los casos USA o británico)-, tampoco lo es que sus argumentos sean poco relevantes, en este contexto. Por si fuera poco, el clima político no es el más propicio para fortalecer la posición española: la incertidumbre política y, sobre todo, la escasa credibilidad que la política presupuestaria "se ha ganado" en los tres últimos años deterioran adicionalmente la confianza en que, sin reformas estructurales claras, pueda ser capitalizada la próxima ya recesión económica en términos de corrección de la tasa de inflación y de prolongación a medio y largo plazo del ciclo expansivo de la economía española.

Hasta ahora, la incertidumbre institucional y las presiones del Bundesbank se han materializado en dos importantes movimientos:

- 1) El primero afectó sólo a la lira italiana, que se devaluó un 7% el día 14 de septiembre, tras las fuertes e insostenibles Presiones del mercado del viernes 11.
- 2) El segundo fue más amplio y se desencadenó con el anuncio el día 16 de septiembre de la salida de la libra esterlina, unilateralmente, del MCI. La peseta se devaluó un 5%, manteniéndose en el MCI y se eximía al Banco de Italia de defender a su divisa, lo que equivalía a su "salida" del MCI.

Ambos, contra todo pronóstico, tuvieron lugar antes del referendum y bajo la presión extrema del mercado. Sus consecuencias son ya históricas, pues han provocado un giro en la política monetaria británica -de carácter netamente expansivo, al "estilo" del dólar USA- y un cruce de acusaciones RU/Alemania que conducen a pensar en un prolongado alejamiento de la libra de la disciplina del MCI.

¿Bastan los dos movimientos para estabilizar al SME?. Los acontecimientos post-referendum conducen a pensar en que es improbable ya un retorno de las expectativas a las bandas de las divisas sin un movimiento coordinado y consensuado de todas las autoridades europeas. Sobre tal movimiento parecen haberse iniciado ya negociaciones en el G-7 y en la CE. La búsqueda de un nuevo punto de equilibrio en las paridades y en los diferenciales de tipo de interés exige el retorno a la cooperación y la coordinación, pero también la garantía de que el saldo neto no sea una relajación de las políticas antiinflacionistas de los diferentes países. La posibilidad de un nuevo realineamiento de paridades, esta vez generalizado y acompañado por un descenso de tipos de interés en Alemania, cobra un peso creciente en los mercados como solución global".

De acuerdo con esta hipótesis el marco alemán se revaloraría frente al franco francés mínimamente y más significativamente frente a la peseta o la lira italiana (otra vez). Se trata de un escenario todavía incierto, pero parece claro que su contundencia -elimina completamente por ejemplo la apreciación real (ajustada de diferencial de inflación) de la peseta de los últimos años- restauraría la confianza en el MCI. Los efectos sobre la peseta y sobre la política antiinflacionista, sin embargo, serían muy negativos. Si bien a medio plazo nuestra divisa podría fortalecerse en su nueva banda, apreciándose frente a los niveles actuales, la confianza a largo plazo seguiría seriamente -como ya lo está hoy- dañada.

El impacto inflacionista, que en términos de efectos directos a corto plazo estimamos en un 1,0%, aproximadamente, en el IPC, para un 10% de devaluación, y las consecuencias expansivas (vía exportaciones) de la depreciación, difícilmente podrán todavía ser neutralizadas por una economía que, por el dualismo de su coyuntura, sigue ofreciendo un panorama salarial muy inflacionista, coherente con un sesgo consumista demasiado reciente. En nuestra opinión, un escenario como el descrito no permitiría, a corto, un descenso del tipo decenal del BE desde el 13% actual, ni probablemente del tipo depo a un año por debajo del 13,85% que "aplana" la curva de tipos-plazos. El extremo largo de la curva de rentabilidades, por su parte, seguiría sometido

a una elevada inestabilidad producto de su sesgada estructura de sub-mercado y de la incertidumbre cambiaria a largo plazo. Sólo un posterior reforzamiento de la credibilidad permitiría una mayor inversión de la curva.

VALORACION DE LA CURVA DE RENTABILIDADES
(Mercado de Deuda del Estado. Negociación entre Miembros)

Fecha Negociación	Referencia	Fecha Amortización	Cotización	Tir Media			Cupón Corrido	Fecha Próximo cupón	Riesgo		Plazo (Años)
				Bruta A	Neta B	Difer. A-B			Duración (Años)	Sensibilidad ⁽¹⁾	
21-Sep-92	B-13.75-MAY93	25-May-93	99.250	14.66	13.98	0.68	4.483	25-May-93	0.67	0.61	0.67
21-Sep-92	B-13.80-SEP93	25-Sep-93	99.710	14.12	13.46	0.66	13.649	25-Sep-92	0.89	0.88	1.01
21-Sep-92	B-13.65-MAR94	15-Mar-94	99.089	14.20	13.49	0.71	7.106	15-Mar-93	1.36	1.26	1.48
21-Sep-92	B-12.00-JUL94	15-Jul-94	96.600	14.18	13.78	0.40	2.236	15-Jul-93	1.71	1.48	1.81
21-Sep-92	B-11.80-ENE95	15-Ene-95	96.457	13.59	12.94	0.65	8.060	15-Ene-93	2.01	1.85	2.32
21-Sep-92	B-13.45-ABR96	15-Abr-96	100.174	13.30	12.78	0.52	5.859	15-Abr-93	2.91	2.72	3.57
21-Sep-92	B-11.90-JUL96	15-Jul-96	95.600	13.40	13.04	0.36	2.127	15-Jul-93	3.21	2.77	3.82
21-Sep-92	B-11.60-ENE97	15-Ene-97	94.374	13.34	12.76	0.58	7.924	15-Ene-93	3.35	3.02	4.32
21-Sep-92	B-11.00-JUN97	15-Jun-97	93.186	12.97	12.62	0.35	2.953	15-Jun-93	3.80	3.23	4.73
21-Sep-92	0-12.25-MAR02	25-Mar-2000	95.850	13.10	12.62	0.48	6.041	25-Mar-93	4.98	4.49	7.51
21-Sep-92	0-11.30-ENE02	25-Ene-2002	93.372	12.51	12.01	0.50	7.719	15-Ene-93	5.67	5.09	9.32
21-Sep-92	0-10.30-JUN02	25-Jun-2002	88.457	12.38	12.05	0.33	2.766	15-Jun-93	6.21	5.04	9.74

Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

(1) Sensibilidad: variación absoluta del precio ante una variación de un punto en la TIR.

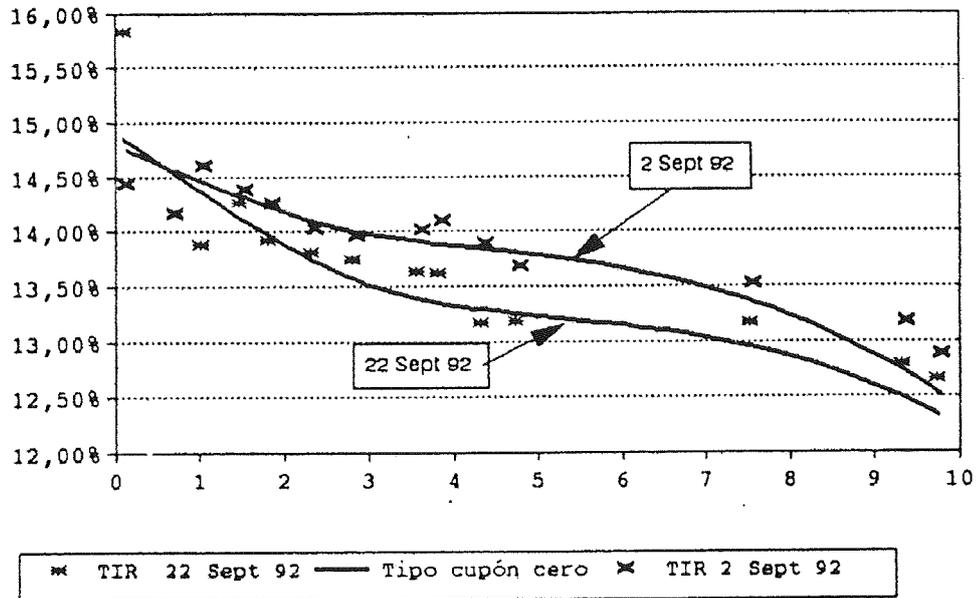
Sobre la circular 16/1992.

En el período de espera a una solución global coordinada en el SME en el que parece que nos encontramos, el Banco de España ha tratado, en nuestra opinión, de "ganar tiempo" con una serie de medidas drásticas que no sólo harán que la demanda de pesetas sea transitoriamente superior a la oferta en los próximos días, sino que lamentablemente también dislocan y quiebran las "reglas del juego" del buen funcionamiento del mercado. En cualquier caso, se trata de medidas de carácter relativamente simétrico -en ello reside su legitimidad histórica- a las que las autoridades adoptaron en las diversas etapas en las que hubieron de frenar la fortaleza de la peseta. El resultado ha sido una sensible apreciación de la peseta, en definitiva, lo buscado por las autoridades, pero también una fuerte caída del precio de los bonos a largo plazo, un estrechamiento extraordinario de los diferenciales depo-simultánea y una segmentación del mercado de europesetas que ha provocado un espectacular ascenso de sus tipos hasta niveles muy por encima de los del depósito interbancario.

1. Las medidas.

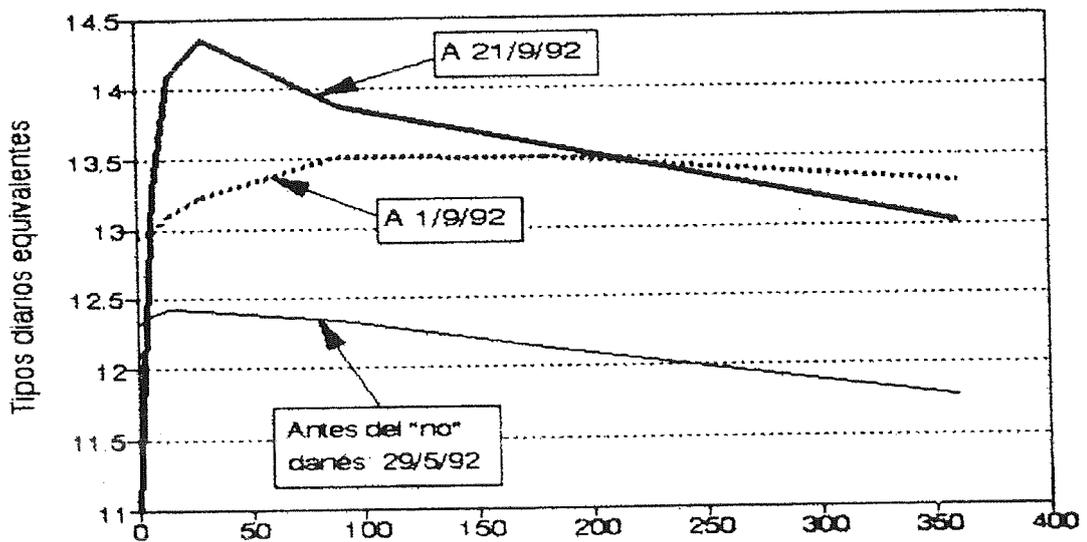
Las medidas adoptadas por el Banco de España en la Circular 16/1992 vienen destinadas, por una parte, a evitar la operativa especulativa en contra de la peseta en los mercados financieros y, por otra, a impedir que el proceso de deslocalización de depósitos que viene teniendo lugar desde febrero de este año alimente la presión en el mismo sentido. Tres son las normas que contiene esta Circular.

RENTABILIDADES BRUTAS/PLAZO Y CURVA DE TIPOS CUPON CERO

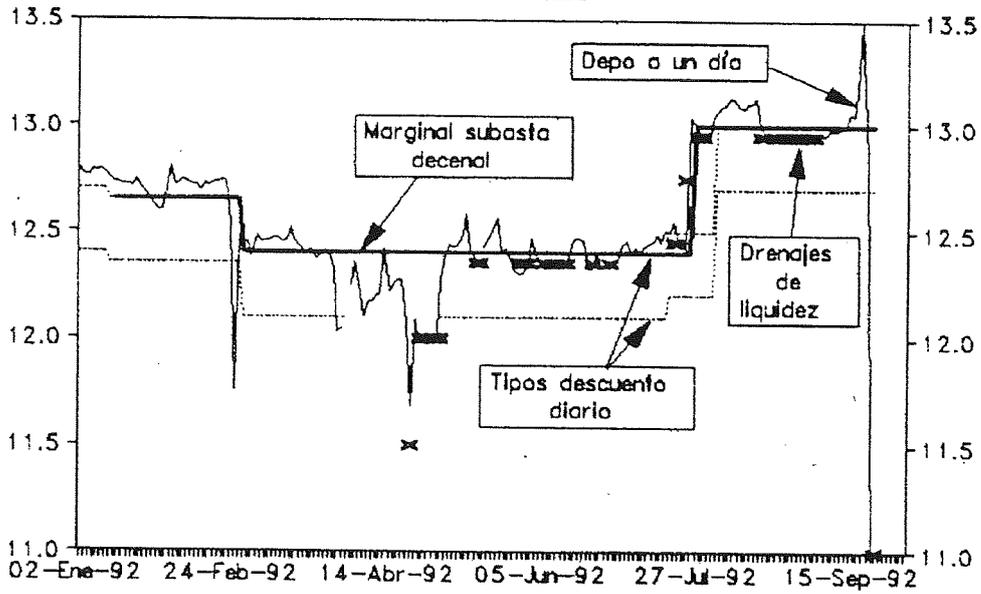


Nota: Curva de tipos cupón cero la hemos calculado usando la metodología propuesta por McCulloch (1971, 1975)

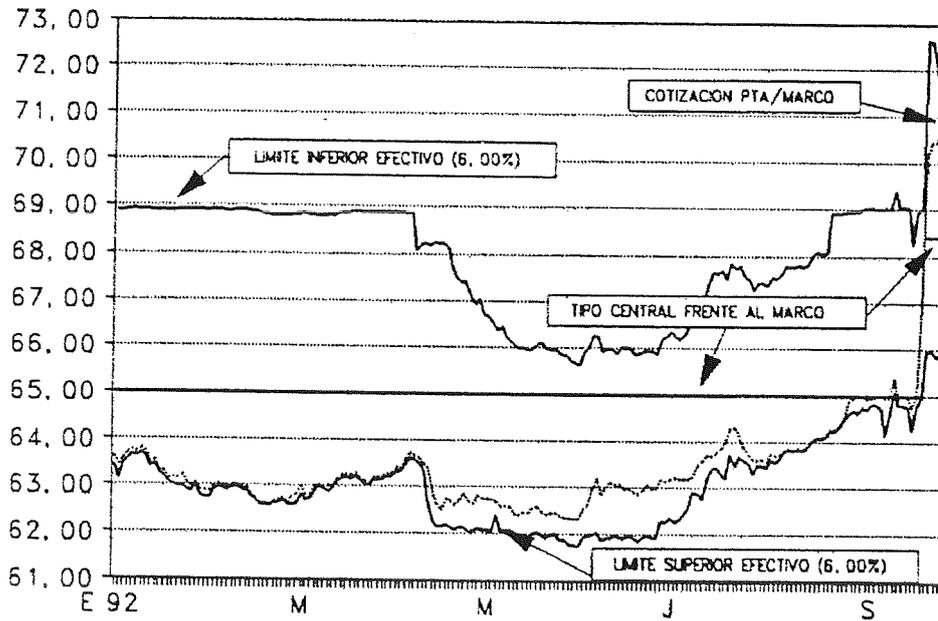
CURVA DE TIPOS DEL DEPOSITO INTERBANCARIO



EVOLUCION DE LOS TIPOS A CORTO PLAZO datos diarios



LA PESETA EN LA DISCIPLINA DEL SME



a) La norma primera impone un depósito obligatorio del 100% sin remuneración por el contravalor en pesetas de los incrementos de las posiciones acreedoras o largas valor vencido, uno o dos días en moneda extranjera de las entidades registradas. Al penalizar el aumento de la posición larga de contado en divisas de las entidades registradas, no sólo evita una mayor especulación de éstas en contra de la peseta, sino que también afecta a la formación de precios en el mercado de divisas a plazo (en definitiva, a los tipos de interés de la europeseta). Así, las entidades registradas ven limitada su capacidad de cobertura de posiciones "cortas a plazo" en divisas -posiciones que son producto de dar contrapartida en el mercado de divisas a plazo a operaciones especulativas de otros agentes en contra de la peseta y/o de coberturas de riesgo de cambio por importaciones o financieras en moneda extranjera- mediante la adopción de posiciones "largas en contado" de divisas.

Asimismo, afectará, desde el momento en que se tengan que contabilizar como posiciones de contado, a las posiciones largas contratadas anteriormente cuya fecha valor exceda a dos días a partir del 22 de septiembre (salvo que se vean compensadas por reducciones -vencimientos- en otras posiciones largas).

El cómputo de la posición se realizará teniendo en cuenta las sucursales en el extranjero (no las filiales) de las entidades registradas, ya que, en esta norma, el Banco considera que el cómputo de las citadas posiciones largas se hará en base consolidada.

b) La norma segunda exige un depósito obligatorio del 100% sin remuneración sobre los incrementos de los saldos activos (depósitos o préstamos) denominados en pesetas de entidades registradas con no residentes, también con la referencia del 22 de septiembre, pero esta vez sin citar si el cómputo se hará en base consolidada. El Banco de España parece haber excluido de esta norma segunda las operaciones de financiación de deuda pública conocidas como "simultáneas".

Es evidente, pues, que esta norma también viene destinada a cercenar la posibilidad de especular en contra de la peseta utilizando el endeudamiento en pesetas por parte de no residentes.

c) Por último, la norma tercera modifica la Circular 2/1990 sobre coeficiente de caja en los siguientes aspectos:

i) Se eleva a un 100% el coeficiente de caja aplicable al incremento sobre el nivel alcanzado a 22 de septiembre de 1992 de los pasivos en pesetas de las entidades de crédito españolas con sus sucursales y filiales en el exterior y de las sucursales de entidades de crédito extranjeras con sus matrices extranjeras o con otras entidades extranjeras de su mismo grupo, sin tener en cuenta los decrementos que se hayan producido sobre dicho nivel.

Es decir, estamos ante una gradual incorporación del saldo total de estos pasivos al coeficiente del 100%.

ii) Los activos de caja (tanto sujetos al 4,5% ordinario como al 100% extraordinario) no podrán exceder, en ningún caso, del 7% del conjunto de los pasivos computables de la entidad.

En nuestra opinión, esta norma estaría orientada específicamente a desincentivar el proceso de deslocalización -que aunque desconocemos su cuantificación, podría haber sido muy intenso- de depósitos en peseta y divisa de entidades residentes a sus sucursales, filiales y matrices en el exterior, proceso que se inició hacia el mes de febrero como consecuencia de la liberalización del control de cambios. Este proceso de deslocalización ha venido alimentado por el arbitraje regulador -fiscal y coeficiente- de las entidades

españolas, pero también sin duda debe haber una parte que corresponde a la actividad autónoma de las entidades no residentes.

Con la aplicación de un coeficiente de caja de un 100% al incremento de los créditos concedidos por entidades no residentes a entidades residentes, el B.E. resta sin duda atractivo a la deslocalización, al impedir la "vuelta" en forma de crédito del pasivo deslocalizado a la matriz residente. Además, el hecho de que los decrementos no puedan tenerse en cuenta en la contabilización no sólo asegura el bloqueo del saldo actual, sino que, en la práctica, sienta las bases para el "retorno" progresivo de lo que quizá sea una parte importante de los depósitos deslocalizados: los canalizados por entidades españolas.

La relación de esta norma tercera con la intencionalidad de las dos primeras normas -impedir movimientos especulativos desestabilizadores del tipo de cambio de la peseta- parece, por tanto, menos directa. No obstante, sí podría estar relacionada, pensamos, en sentido amplio, con la voluntad de las autoridades monetarias de restringir el crecimiento del mercado de europesetas. En todo caso, aparte del efecto inmediato que podría tener sobre los activos de caja de la decena actual -que consideramos pequeño- sí parece claro que la demanda de ALP se verá ampliada por esta medida.

2. Las implicaciones de las medidas.

En la medida en que la efectividad de estas medidas en la atenuación de presiones depreciadoras sobre la peseta ha sido contundente (de hecho ésta se ha apreciado hasta niveles de 67,50 frente al marco), ello podría haber ahorrado un cierto tensionamiento sobre los niveles de los tipos depo-domésticos, a corto plazo. No obstante, la, en nuestra opinión, necesaria excepcionalidad de las medidas no permite otra cosa que "ganar tiempo" a la espera de una solución definitiva para las tensiones del SME (seguiría sin ser descartable, en la situación actual, un realineamiento global de paridades en favor del marco, con descenso de tipos por parte de éste, desde nuestro punto de vista).

Sin embargo, el "cierre" efectivo del mercado de divisas a plazo que han ocasionado las dos primeras normas ha tenido ya incidencia directa en el mercado de deuda. La imposibilidad práctica por parte de las entidades registradas de efectuar operaciones de préstamo con no residentes ha tenido que ser ya matizada por el B.E., que ha eximido del depósito penalizador del 100% la financiación de posiciones en deuda vía simultáneas. Ello se ha traducido ya en un estrechamiento hasta niveles incluso inferiores a 30 p.b. del diferencial depo-simultánea a corto plazo, que refleja la presión de la sustitución de la financiación de carteras de no residentes, desde europesetas hacia simultáneas. Al margen de ello, podría darse la circunstancia de que, de prolongarse estas medidas, podría verse favorecida la negociación de deuda en el ámbito de la Central de Anotaciones -ámbito en el que es posible la financiación a un día vía simultánea- frente a los sistemas "off-shore" CEDEL o EUROCLEAR -negociación fecha valor siete días, euromercado-.

Durante la vigencia de estas restricciones el mercado de divisas a plazo se verá prácticamente colapsado, quedando como única solución de cobertura de riesgo de cambio para los residentes no financieros la compra de divisas al contado (y su mantenimiento en depósitos al plazo correspondiente). El problema de la financiación en pesetas de estas compras de divisas al contado resulta complicado (apertura de líneas de crédito...), si bien, a efectos de obtener un menor coste, el depósito en divisas podría actuar como garantía del préstamo.

En definitiva, unas medidas tan drásticas como las de esta Circular sólo pueden ser entendidas como transitorias. Su período de vigencia, en nuestra opinión, no se extenderá más allá de la solución a la actual crisis del Sistema. Una solución que, en todo caso, se presenta compleja, en tanto que las autoridades

francesas, tal y como se desprende de la elevación de los tipos de referencia del Banco de Francia, no parecen dispuestas a admitir una devaluación del franco frente al marco alemán. La actitud del Banco de España, sin embargo, parece destinada a mantener a la peseta al margen de nuevos movimientos especulativos hasta que se vislumbre una solución definitiva (algo que depende básicamente de las autoridades francesas y alemanas). Entre tanto, no está asegurado en nuestra opinión, que lo que hasta ahora ha sido un ahorro en términos de tensionamiento de tipos a corto domésticos no pueda devenir en un progresivo deterioro con alzas de tipos a lo largo de toda la curva. De hecho, el impacto que en términos de imagen han ofrecido estas medidas en el mercado de los no residentes ha provocado ya una caída de precios en los bonos a largo plazo sin precedentes en la crisis actual: la imposibilidad real de los no residentes de financiar sus posiciones en bonos en el seno del mercado de europesetas -práctica habitual hasta ahora- ha empujado a éstos no sólo a financiar sus posiciones en simultáneas -lo que deberían haber hecho quizá hace mucho tiempo-, sino también a presionar sobre el mercado con posicionamientos cortos.

Poco antes de publicarse este documento, el B.O.E. del lunes 5 de octubre recoge una nueva circular del Banco de España, la nº 17/1992, por la que se deroga la circular anterior, la nº 16/1992. De esta forma, queda puesto de manifiesto el carácter transitorio de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias en esta última circular.

No obstante, la circular 17/1992 no supone la desaparición total de los controles de cambios establecidos por el Banco de España en la circular anterior. Si bien dejan de estar penalizados los incrementos de los saldos activos (depósitos o préstamos) denominados en pesetas de entidades registradas con no residentes (norma segunda de la circular 16/1992) -aunque el Banco de España "recomienda" que se eviten realizar operaciones de este tipo-, así como dejan de estar sujetos a un coeficiente de caja del 100% los incrementos de los pasivos regulados en la norma tercera de la circular 16/1992, la circular 17/1992 establece la obligatoriedad a las entidades (bancos y cajas) de constituir un depósito sin intereses por importe equivalente al 100% del contravalor en pesetas de:

- a) El importe de operaciones "valor mismo día" de venta de pesetas contra divisas efectuadas con no residentes.
- b) El incremento de las ventas netas de pesetas a no residentes "valor un día".
- c) El incremento en la posición de venta de divisas a plazo contra pesetas a no residentes.

Los plazos a los que se constituirán cada uno de los depósitos mencionados serán establecidos por el Banco de España, normalmente, con carácter semanal, quedando fijados en principio en un año. Cabe destacar, por otra parte que la norma cuarta de esta circular establece la cancelación de todos los depósitos que se constituyeron de acuerdo a lo dispuesto en la circular 16/1992.

Por tanto, el objetivo principal de la circular 17/1992 sigue siendo el mismo que el de la anterior circular, esto es, evitar las especulaciones de los no residentes en contra de la peseta, encareciendo el endeudamiento de éstos en pesetas a través de operaciones "swaps" y compra-ventas a plazo. Sin embargo, paralelamente, con esta circular se intenta restablecer la normalidad en el mercado de divisas a plazo entre entidades residentes, tanto financieras como no financieras.

LA CRISIS MONETARIA Y LOS MERCADOS DE VALORES Sobre las caídas de precios de los mercados de deuda y de acciones

Analistas Financieros Internacionales

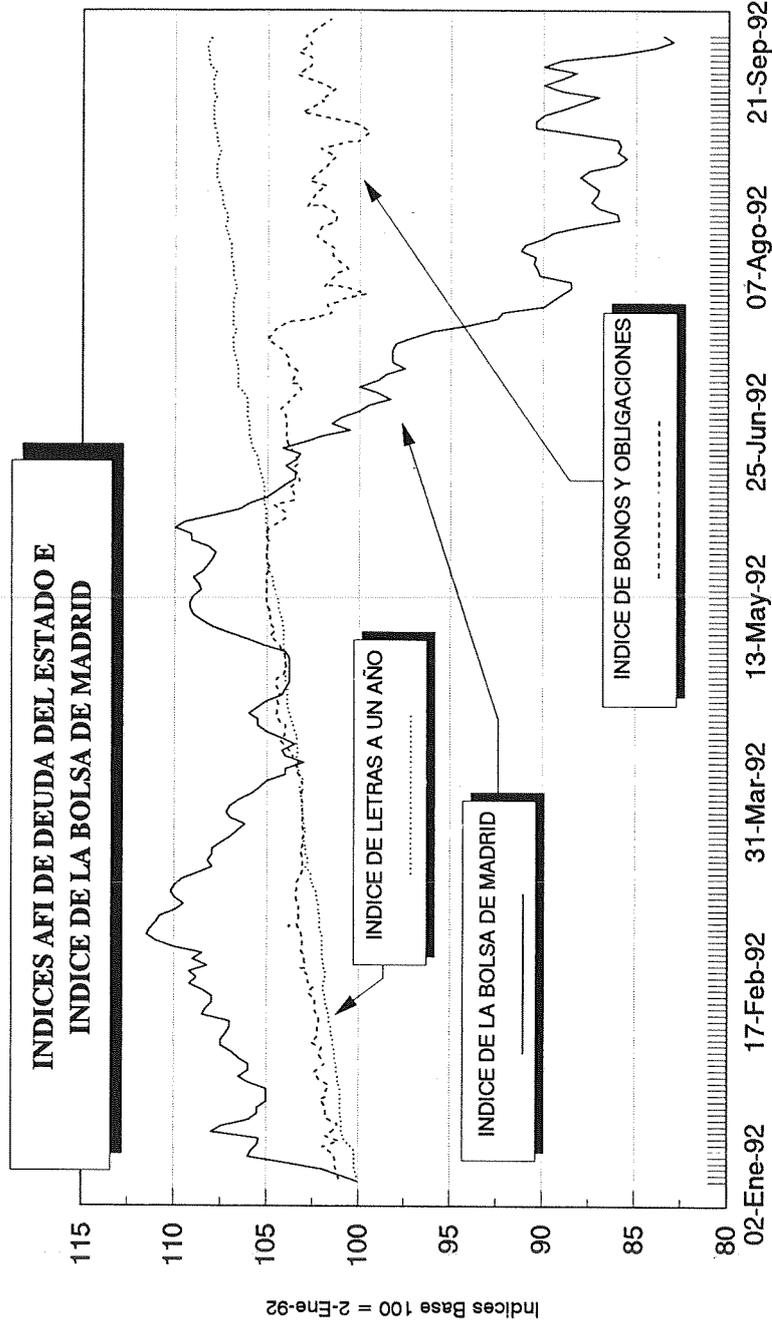
Tras el referendun francés sobre la ratificación del Tratado de Maastricht, celebrado el pasado día 20, y a pesar del resultado afirmativo del mismo (si bien con un estrecho margen), los precios de la deuda, lejos de recuperarse, han experimentado un deterioro adicional importante, en un contexto de extrema volatilidad. Antes del referendun, las rentabilidades de los bonos a 3 y a 5 años y de las obligaciones a 10 años fluctuaron en los rangos 13,40-14,00%, 12,90-13,50% y 12,30-12,70%, respectivamente, mientras la Bolsa española -según el Índice General de Madrid- oscilaba en el rango 205-215 desde principios de agosto.

La continuidad de las tensiones en el SME tras el referendun francés repercutió en fuertes repuntes de las rentabilidades de la deuda. En concreto, las fuertes presiones depreciadoras a las que se seguía viendo sometida la peseta llevó al B.E. a adoptar una serie de medidas tendentes a evitar las especulaciones contra nuestra divisa, medidas que también influyeron de forma muy importante en el mercado de deuda. Los controles de cambio establecidos por el B.E. en su circular 16/1992 dificultan y encarece dramáticamente la muy extendida práctica de financiación en el mercado de la europeseta de las inversiones extranjeras en deuda española. Esta circunstancia ha provocado, por un lado, una fuerte presión vendedora de los no residentes en el mercado de deuda al contado y, por otro, un fuerte repunte de los tipos de las simultáneas y de los repos, única vía que prácticamente tienen ahora los no residentes para financiar sus posiciones en deuda. En consecuencia, las rentabilidades de los bonos y obligaciones han experimentado un fuerte repunte en los últimos días de septiembre, llegando a situarse la TIR de los bonos del 11,40% a tres años en torno al 14,50%, y la correspondiente a los bonos del 11,00 a cinco años y a las obligaciones del 10,30 a diez años en niveles claramente superiores al 14% y al 13,10%, respectivamente. Estos niveles definen unos diferenciales con los bonos alemanes próximos a 650 p.b. en los plazos de 3 y 5 años y superiores a 550 p.b. en el 10 años. La reacción del mercado de acciones ha sido también fuertemente bajista con un descenso del 8% en las cuatro sesiones siguientes al referendun. Esta caída colocó al Índice General por debajo de la emblemática cota del 200, nivel que no se alcanzaba desde diciembre de 1986. La presión de las órdenes vendedoras provenientes de inversores extranjeros y especialmente localizadas en los grupos bancarios y eléctrico -este último muy afectado por el impacto de la devaluación de la peseta en su deuda en divisas- ha sido la nota dominante en la Bolsa española desde la implantación de los controles de cambio.

Esta situación produce directamente un progresivo deterioro de las importantes carteras de deuda acumuladas por las entidades en el primer semestre del año, de especial relevancia ante el inminente nuevo saneamiento de las mismas que tendrá lugar el 30 de septiembre. Ello, junto con el mantenido clima de incertidumbre sobre la solución definitiva que adopten las autoridades económicas de la CE sobre la estabilidad del SME y el futuro de la UEM, repercutirá de nuevo en una demanda prácticamente insignificante de bonos y obligaciones en la subastas correspondientes al mes de octubre, que se resolverán el próximo jueves, a pesar de que en este mes tendrá lugar la amortización de 765,2 m.m. nominales de los bonos del 12,50. Por tanto, pensamos que lo más probable es que el Tesoro declare desiertas estas subastas, ya por cuarta vez consecutiva.

GRAFICO

1



Ante este deterioro del mercado de deuda, el Tesoro ha centrado la financiación de sus necesidades de endeudamiento en los plazos más cortos. Prueba de ello son los 534 m.m. efectivos captados en el mes de septiembre a través de la emisión de letras a 6 meses, constituyéndose ésta como la principal vía de financiación del Tesoro en este mes. Además, según lo establecido en la Resolución de 22 de septiembre de la DGTPF (publicada en el B.O.E. del día 28), la intención del Tesoro es centrar su financiación en el mes de octubre en las letras a 3 meses, cuyas emisiones se reinician en este mes ya de forma regular (cada dos semanas, coincidiendo con las emisiones de letras a 6 meses y alternativamente a las de letras a un año). En dicha revolución el Tesoro ha anunciado unos objetivos en principio, de 300 m.m. efectivos para cada una de las subastas que se resolverán los días 14 y 28 de octubre. De esta forma, el Tesoro tratará de conseguir a través de las emisiones de letras a tres meses de octubre en torno a un 40% de la emisión bruta de deuda negociable en pesetas que estimamos necesita realizar en el último trimestre del año (algo más de 2,8 billones efectivos) para cubrir las necesidades de endeudamiento del Estado para el conjunto del año (que estimamos ahora en unos 2 billones de pesetas).

Nota del editor

Una vez finalizada la redacción e impresión de esta nota, los mercados de capitales españoles han sufrido enormes tensiones debidas fundamentalmente a la salida de inversión extranjera, desmontando posiciones tanto en títulos de renta fija, públicos y privados, como de renta variable.

La desconfianza en la peseta y las expectativas de alza en los tipos de interés provocaron que en la subasta de letras a 3 y 6 meses del 30 de septiembre, a pesar de elevarse el tipo marginal por encima del 14 por 100, quedará sin adjudicarse el 40% de la misma.

La desconfianza en nuestros mercados de capitales aumentaron el miércoles 30 por la tarde, como consecuencia del anuncio realizado por la empresa de *rating* Moody's Investors Service de rebajar la calificación del Reino de España. Esta circunstancia provocó: que la Bolsa de Madrid bajase casi 7 puntos el jueves 1 de octubre, situando el índice general en el 186,28 por 100, al finalizar la semana. Todas estas expectativas, que se siguen descontando, también provocaron una subida de los tipos de interés; las operaciones a plazo, superior a un mes, en el mercado interbancarios se situaron a niveles por encima del 15 por 100. Asimismo, quedó desierta la subasta de bonos y obligaciones del Estado correspondiente al día 1 de octubre.

La estabilidad de los tipos de interés en Alemania y los rumores de posibles retoques a la baja en el Reino Unido, Francia y Estados Unidos, provocaron una nueva tormenta monetaria el lunes 5 de octubre, que se saldó con un fuerte desplome de la libra y del franco fundamentalmente, puesto que los inversores prefirieron la seguridad del marco y del franco suizo.

Esta situación produjo un efecto muy negativo sobre todas las bolsas mundiales y especialmente europeas. París sufrió una caída del 4,3%, Londres del 4% y Madrid del 3,65%, lo que situaba al Índice de Madrid en un mínimo del 179,48%. Asimismo, la Bolsa de Francfort se vio afectada con un descenso del 3,62%, que los analistas atribuyeron al efecto muy negativo que el desplome de las otras divisas puede tener sobre sus exportaciones y, por tanto, sobre su deteriorado déficit por cuenta corriente.

SEPTIMO ENCUENTRO DE CAJAS DE AHORROS EUROPEAS

Los días 3, 4 y 5 de septiembre ha tenido lugar en Madrid el 7º Encuentro de Cajas de Ahorros Europeas en el que, bajo el lema común "Las Cajas de Ahorros Europeas en el umbral de 1993" se ha abordado un conjunto de temas que constituyen preocupaciones prioritarias en el momento actual de las Cajas europeas.

Las sesiones de trabajo se ordenaron en dos grandes bloques: Sesiones plenarias y grupos de reflexión.

I. LA SESION DE APERTURA.

A. El papel del Parlamento Europeo.

Tras las protocolarias palabras de bienvenida a los asistentes de **E. R. Vilar** (Presidente de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros) y de **Braulio Medel**, Presidente de la CECA, intervinieron **Egon Klepsch**, Presidente del Parlamento Europeo, y **Angel Rojo**, Gobernador del Banco de España, en sustitución de **Carlos Solchaga**, Ministro de Economía y Hacienda, que excusó su asistencia.

El Presidente del Parlamento Europeo puso de manifiesto los retos a que se enfrenta la Comunidad Europea. La realización de la unidad alemana y la caída del imperio soviético y el ocaso del comunismo colocan a la Comunidad en la tesitura de aprovechar la oportunidad para asumir una función central en la política mundial. En este sentido, la Unión Económica y Monetaria decidida en el Tratado de Maastricht hay que contemplarla también como un reto político y buena prueba de ello es el rechazo de los países más débiles (Portugal, Grecia) de la idea de una Comunidad con dos o más velocidades diferentes. Esta cuestión se plantea con toda claridad en la perspectiva de 1997: los criterios cuyo cumplimiento se exige en virtud del Tratado de Maastricht para el paso a la fase final de la Unión Económica y Monetaria son el patrón de la medida. En 1996, cuando ya esté en puertas el examen de la situación económica y de la política monetaria en todos los Estados miembros, habrá sonado la hora de la verdad.

El nivel de exigencia es alto. En la actualidad, solamente Luxemburgo, Francia y Dinamarca cumplirían la totalidad de los criterios. En el caso de Alemania el endeudamiento del Estado está considerablemente por encima del nivel fijado en Maastricht. Las inmensas cargas financieras que ha de soportar la República Federal en beneficio de los nuevos Estados Federados son, sin duda, un factor de riesgo. De esta manera, la reunificación alemana y sus consecuencias pueden interpretarse también como un reto en relación con la realización de la Unión Económica y Monetaria.

Que la Comunidad Europea aún tiene que superar muchos obstáculos en su camino hacia la Unión Económica y Monetaria y hacia la unidad política es, después de Maastricht más visible que nunca y es indudable que el tratado pone sobre el tapete importantes ámbitos de la soberanía nacional. El traspaso

de amplias competencias de política monetaria a las instituciones de la CE y el derecho de participación de los ciudadanos comunitarios en las elecciones locales de los Estados hermanos son dos aspectos esenciales que en varios Estados miembros exigen modificaciones constitucionales.

El Tratado de Maastricht contempla como órgano central de la proyectada Unión Económica y Monetaria un Banco Central Europeo cuya característica esencial es la plena independencia frente a los Gobiernos nacionales. Ahora bien, el Parlamento Europeo ha subrayado que la autoridad autónoma de la política monetaria del Banco Central Europeo no está contrapesada por una autoridad en materia de política económica dotada de la suficiente legitimación democrática. Además, se establecen procedimientos específicos relativos a decisiones en materia de política económica que se apartan, en beneficio del Consejo de Ministros, del proceso habitual de toma de decisiones comunitario, en que se manifiesta el déficit democrático.

El Parlamento Europeo ha expresado con claridad algunos de sus temores. Es de temer que el control ejercido por los parlamentarios nacionales en la ejecución de la política económica desaparezca en ámbitos importantes sin que ello se vea equilibrado por el traspaso al Parlamento Europeo de un control democrático de dimensión equivalente. Por ello se ha pedido que, para eliminar este déficit democrático y a la espera de la incorporación al Tratado de las modificaciones correspondientes, se celebren los denominados acuerdos interinstitucionales entre el Consejo, la Comisión y el Parlamento. Ha de tener lugar una concertación entre estas instituciones en lo relativo, por ejemplo, a la designación del Presidente y de los miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo.

El reto que supone la Unión Económica y Monetaria es aceptado también por los países que esperan adherirse a la Comunidad, algunos de los cuales -como Austria, Suiza, Suecia o Noruega- se encuentran en una situación económica mejor que la de alguno de los actuales países comunitarios.

La discusión sobre Maastricht y sus consecuencias ha suscitado también una encendida polémica entre economistas y es evidente que la Unión Económica y Monetaria entraña riesgos, pero éstos deben ser asumidos.

La Unión Económica y Monetaria está concebida como uno de los elementos constituyentes de la Unión Europea en sentido amplio. El siguiente objetivo es la Unión Política con una política exterior y de seguridad común que, en último término, debe incluir también la política de defensa. De esto deben ser conscientes todos los candidatos a la adhesión a la CE.

En relación con las competencias del Parlamento Europeo, la deficiencia más preocupante es que por ahora se le niega el derecho de aprobación de las modificaciones de los tratados, es decir, de ratificar los mismos como hacen los parlamentos de los Estados miembros. Ocurre lo mismo en lo referente a las modificaciones de las disposiciones sobre los recursos propios. Las competencias del Parlamento Europeo deben ampliarse más allá de los gastos y la adopción definitiva del presupuesto de la CE hasta abarcar también la parte de los ingresos.

Es insuficiente la concesión de Maastricht al Parlamento Europeo en cuanto al procedimiento de codecisión. Sólo se le reconoce plena igualdad de derechos en el ámbito del mercado interior y en algunos sectores marco, como la política de investigación. El Parlamento ha de tener facultad codecisoria en pie de igualdad con el Consejo de Ministros en todos los ámbitos de la política comunitaria.

El Parlamento debería estar en condiciones de ejercer un control democrático pleno sobre la burocracia del Consejo y de la Comisión. Es, además, el único órgano de la CE que celebra sus debates y toma sus decisiones en público.

Desde Maastricht se habla mucho también del llamado "principio de subsidiariedad". Delors ha señalado que su aplicación garantizará que no surgirá un poder central omnímodo de Bruselas, sino que se originará una Europa descentralizada en la que las decisiones se tomarán en el nivel adecuado.

El actual debate sobre profundización y ampliación de la CE suscita también la cuestión de los países de la Europa Central y del Este. Está pendiente la ratificación de los acuerdos firmados a mediados de diciembre del pasado año entre la CE y Polonia, Hungría y la República Federativa Checa y Eslovaca. En la definición de los acuerdos europeos se explicita el siguiente objetivo, es decir, la perspectiva a largo plazo de incorporación a la CE, pero no se haría ningún favor a la CE ni a los países de Europa central y del Este si en el momento actual se procediera a toda prisa y sin la base suficiente a la incorporación de estos países a la Comunidad.

Mediante estos "acuerdos europeos", que se han ofrecido además a Bulgaria y Rumanía y que podrían ser adecuados en el caso de los tres Estados bálticos, se persigue el objetivo de situar a estos países en condiciones de superar con mejores resultados la difícil transición desde la economía de planificación central a la economía libre de mercado.

Por último, en cuanto al difícil tema de la necesaria ayuda a la CEI, mostró su preocupación porque representa una carga excesiva para la CE, por lo que habrá de contarse con la ayuda de Japón y Estados Unidos.

B. La inestabilidad de los mercados financieros.

En su primera intervención pública como Gobernador del Banco de España, **Luis Angel Rojo** señaló su deseo de realizar una breve reflexión sobre la importancia de la apertura que significa la creación, en 1993, de un espacio financiero integrado en el que se prestan libremente los servicios financieros y se muevan sin trabas los capitales. Este proceso de liberalización que se inició en 1970, empieza ahora a mostrar sus efectos, efectos beneficiosos que pueden resumirse en tres: mayor facilidad de acceso a los mercados, mayor retribución del ahorro y aumento de la competencia. Ahora bien, esta nueva situación se ha producido como consecuencia de un proceso de transformación, singularmente acaecido en lo que a las **Cajas de Ahorros** españolas se refiere. Hace diez años el sistema bancario español se encontraba sumido en una profunda crisis que afectaba a 56 bancos privados que representaban el 27% de los recursos ajenos de la Banca. De esta crisis, sin embargo, se libraron las Cajas de Ahorros que, por razón del tipo de negocio que desarrollan, no vieron afectada su sanidad financiera. De entonces acá se ha producido una profunda transformación en la que el proceso de liberalización ha generado un importante aumento de la competencia.

El aumento de la competencia se ha materializado singularmente en las cuentas de alta remuneración y en la expansión de los fondos de inversión mobiliaria.

En cuanto a las primeras, el movimiento se inició a fines de 1989 y, aunque tuvo una menor incidencia en las Cajas de Ahorros que en la banca, aquéllas no pudieron permanecer al margen. La consecuencia ha sido un aumento de dos puntos porcentuales (del 5 al 7%) de los costes financieros.

En cuanto a los segundos, la consecuencia fundamental de las ventajas fiscales que se han atribuido a los Fondos ha sido la acentuación de la desintermediación. No es, por ello, extraño que el 21% de los fondos estén promovidos por Cajas de Ahorros.

En todo caso, el proceso de liberalización ha resultado beneficioso para las Cajas, sin perjuicio de que deban continuar con su política de reducción de costes y del número de sucursales y con sus esfuerzos, en busca de la dimensión adecuada mediante las correctas políticas de fusiones.

Al referirse al clima actual de incertidumbre monetaria, el Gobernador aconsejó prudencia en la valoración de las causas de la inestabilidad y el diseño de estrategias a medio y largo plazo.

II. SESION PLENARIA.

A. El futuro de una red de cajas de ahorros municipales.

El Presidente de la Asociación Alemana de Cajas de ahorros y Bancos Regionales, **H. Geiger**, abordó, como tema de su intervención, el futuro de una red de cajas de ahorros municipales.

Las Cajas de Ahorros alemanas han mostrado una mayor estabilidad estructural que otros países europeos. No obstante, también allí se discute la forma de cumplir de modo óptimo los requisitos que exige un gran mercado financiero europeo.

En su mayoría las Cajas alemanas son instituciones de derecho público, administradas por los municipios y los "Lander". En Alemania Occidental existen en la actualidad 534 cajas municipales, a las que se suman 181 en el territorio de la antigua República Democrática. Además hay nueve cajas de derecho privado, entre ellas algunas muy importantes en Hamburgo, Frankfurt y Bremen.

La vinculación de las Cajas a sus municipios tiene como consecuencia que sólo puedan mantener sucursales en el ámbito de competencia del ente público titular. En las operaciones bancarias suprarregionales y en los pagos colaboran con el conjunto de los doce bancos regionales.

Con un total de 20.200 sucursales, corresponde en Alemania occidental una sucursal por cada 3.600 habitantes y en Alemania oriental una a cada 5.700. La mayor caja occidental presenta un balance de 30.000 millones de marcos. El volumen medio de las cajas occidentales es de unos 2.000 millones de marcos.

La vinculación local y regional es un elemento fuertemente característico de las Cajas alemanas cuya pérdida podrá repercutir desfavorablemente en las relaciones con la clientela. Por esta razón siguen apostando por una actividad descentralizada, lo que significa que la competencia entre las Cajas debe quedar excluida a través del principio regional. De acuerdo con el sistema legal alemán, el principio regional sólo se puede garantizar en cuanto que las Cajas sigan siendo instituciones de derecho público. El aseguramiento del futuro de las Cajas alemanas exige:

1. Garantizar un adecuado abastecimiento de capital propio.
2. Alcanzar un tamaño lo suficientemente grande como para ser rentables, a fin de poder seguir la progresiva especialización de los mercados financieros.
3. Contar con los instrumentos y posibilidades comerciales precisos para poderse mantener dentro de una competencia cada vez más fuerte.
4. Organizar debidamente la cooperación entre Cajas para poder competir con los grandes consorcios financieros.

Todo ello permite mantener la defensa del actual sistema alemán basado en el principio regional, el principio de asociación y la forma de derecho público que sirve de garantía institucional. Si se elimina uno de estos tres pilares se corre el riesgo de que se derrumbe el sistema y, por tanto, los tres han de ser defendidos.

B. El futuro de una red de cajas regionales.

A. le Ray, Presidente del Centro Nacional de Cajas de Ahorros y Previsión se ocupó del futuro de una red de Cajas de Ahorros regionales, exponiendo la situación francesa.

Las Cajas francesas, hasta 1983, estaban ancladas en un sistema muy tradicional, con competencias estrictamente limitadas y una reducida gama de productos. Las reformas de 1983, 1987 y 1991 han proporcionado la oportunidad de integrarse plenamente en la comunidad financiera francesa e internacional.

Esta rápida evolución comporta dos aspectos principales. En primer lugar una nueva regulación que amplía las competencias de la red, autorizándola a diversificar muy ampliamente la gama de sus productos y servicios y ampliando sus competencias en materia de crédito y de intermediación financiera. Hoy día, las Cajas de Ahorros francesas son establecimientos de crédito sometidos a la ley bancaria y cuyas actividades son casi tan amplias como las de los bancos comerciales.

En segundo lugar se ha producido una importante reforma de las estructuras y de la organización que ha desembocado en la creación de un verdadero grupo financiero, compuesto por 31 Cajas de Ahorros, cada una de las cuales actúa en un sector geográfico determinado, con un tamaño suficiente para asumir el conjunto de tareas financieras por varias filiales nacionales especializadas en actividades financieras particulares que actúan en sus respectivos ámbitos en relación con el conjunto de la red y por el CENCEP, con poderes de control sobre las cajas, la gestión de los fondos de la red y que da su visto bueno a los dirigentes de las cajas y decide la gama de productos y servicios, así como la política y la estrategia del conjunto del grupo.

La puesta a punto de estos cambios ha implicado considerables esfuerzos. Los factores que han caracterizado de manera más importante la evolución son los siguientes:

1. El contexto económico mundial caracterizado por tipos de interés altos, inflación controlada y crecimiento moderado.
2. La tendencia a la estandarización y a la desregulación.
3. Una vocación universalista de las Cajas de Ahorros, que se abren a toda clase de clientes y diversifican sus actividades.
4. Exigencias de tamaño de las Cajas. Parece claro que las Cajas de Ahorros de inspiración estrictamente local y de tamaño muy limitado difícilmente pueden disponer de los medios técnicos y humanos necesarios para el desarrollo de nuevos métodos y para la variedad de prestaciones que exige la clientela. Las exigencias de tamaño se pueden resolver mediante la utilización de estructuras comunes a varias Cajas o favoreciendo las fusiones de cajas. Esta última vía ha sido la utilizada en Francia, donde las 500 cajas existentes a principio de los 80 se han reducido a 31 establecimientos regionales.

5. La diversificación de actividades obliga a contar con nuevas tecnologías y a realizar un esfuerzo excepcional en materia de formación del personal.
6. La evolución de la mentalidad y del comportamiento de la clientela, que ha adquirido una superior cultura financiera y a la que, en consecuencia, ha de ofertarse un producto de superior calidad.
7. Por último, la implantación del Mercado Unico Europeo exige una potenciación de la cooperación entre Cajas, que tienen la gran virtud de contar con una misma historia y una misma vocación.

C. El reto europeo: espacio financiero, unión monetaria, mutaciones demográficas.

K. Meyer-Horn, Secretario General y Presidente de la Comisión Directiva de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros, puso de manifiesto en su intervención los tres problemas fundamentales a que debe enfrentarse Europa en los momentos actuales: el mercado interior, la unión monetaria y la inmigración.

El **mercado interior** es el resultado de la más amplia obra legislativa de la historia. Era indispensable elaborar un número impresionante de reglamentos, directivas y recomendaciones, porque en todos los estados europeos la influencia estatal fue muy importante desde la primera guerra mundial, en especial después de la crisis económica de los años 20 y 30. Numerosos sectores económicos (especialmente el sector bancario, los seguros, la bolsa y el mercado financiero) estuvieron sujetos a disposiciones coactivas y a controles rigurosos.

Consecuentemente el mercado interior exigía la armonización de las disposiciones reguladoras de los sectores económicos que los aislaban del extranjero, la supresión de las trabas técnicas y administrativas al paso por las fronteras y la eliminación de reglas proteccionistas, en particular las discriminatorias contra los súbditos de otros Estados de la Comunidad. Ahora bien, no todo tiene que ser armonizado y uniformizado. En aplicación del **principio de subsidiariedad** la Comunidad no debe intervenir más que cuando su actuación reporte más ventajas que la del Estado o las colectividades locales.

Tras la sentencia del asunto del Cassis de Dijon el principio del reconocimiento mutuo de las disposiciones legislativas y administrativas se ha impuesto en muchas materias. Los establecimientos bancarios pueden, pues, exportar sus técnicas financieras a aquellos países en los que fueran desconocidas.

Para la actividad bancaria, el mercado interior de 400 millones de consumidores no es igual que para la producción industrial. Se pueden fabricar vehículos en cualquier lugar. Pero no puede prestarse la actividad bancaria de un día para otro en veinte lenguas y para cuarenta mentalidades distintas esforzándose en permanecer cerca del cliente. Se diseñan estrategias diferentes: los megabancos crean una red europea de filiales; los grandes bancos regionales y los grandes bancos con vocación nacional se introducen en los mercados exteriores entrando en contacto con bancos domésticos, frecuentemente a través de participaciones cruzadas de capital. Los establecimientos de crédito medianos y pequeños, especialmente las cajas de ahorros y los bancos cooperativos han de seguir una estrategia de alianzas.

El paisaje bancario de Europa se va a remodelar totalmente como consecuencia de la discusión del mercado interior, la desaparición de las fronteras para el control prudencial nacional y por la aplicación de las modernas tecnologías de la información.

La reacción más evidente ante la dimensión europea del mercado interior parece ser, para muchos establecimientos, la fusión que no sólo produce una reducción del número de entidades de crédito sino

que la concentración se manifiesta igualmente en el aumento de la presencia bancaria en las plazas más interesantes y la reducción de las redes en las regiones económicamente menos favorecidas.

La Comunidad Europea será todavía más atractiva para las entidades de terceros países, especialmente Estados Unidos y Japón. Sus filiales jurídicamente independientes establecidas en la comunidad se beneficiarán del estatuto de bancos de la Comunidad.

Igualmente podrá nacer una "Europa de las regiones" en el sector bancario. Los establecimientos bancarios regionales podrán fusionarse con cajas de ahorros y bancos cooperativos locales para generar entidades de mayor envergadura.

El número de las cajas de ahorros y de los bancos cooperativos disminuye rápidamente donde reina el principio de competencia territorial limitada frecuentemente las regiones han de ser redefinidas y han de buscarse puntos de apoyo en el extranjero.

Para su cooperación comercial las diferencias de estructura de las cajas de ahorros no constituyen un obstáculo. Incluso su alianza puede proporcionarles ventajas competitivas.

La primera acción de las Cajas de Ahorros fue la firma en 1990 en Bruselas de una "Carta de cooperación". Apoyándose en esta carta los establecimientos afiliados a la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros han firmado más de 100 acuerdos de cooperación. Igualmente, acuerdos multilaterales tienen la finalidad de cumplir tareas comunes para el conjunto de las cajas de ahorros de Europa. EUFISERV, EUFIGEST Y EUFINFORM son ejemplo de este tipo de actuaciones.

El principal desafío europeo es la **Unión Económica y Monetaria**. Sustituir doce monedas por una sola es lo que se espera de la noción de unión monetaria. Con la moneda europea desaparecerán de la CE los riesgos de cambio de devaluaciones y revaluaciones así como los costes de conversión de una moneda a otra (más del 1% del PIB).

Asociar doce monedas y bancos de emisión en un sistema europeo de bancos centrales, establecer una zona monetaria y crear finalmente una divisa europea, el ECU, como única moneda común son cuestiones que afectan a la soberanía nacional. La unión monetaria impone el abandono de la política monetaria nacional.

La política económica de doce países se subordinará a las líneas maestras definidas por el Consejo Europeo de Ministros de Economía y Finanzas. Las medidas nacionales de lucha contra el paro, las debilidades estructurales y las disparidades regionales deberán ser compatibles con la política monetaria común.

Sin embargo, apenas la mitad de los Estados miembros cumplirán los rigurosos criterios de convergencia, condición previa a la entrada en la unión monetaria en 1997 y 1999. Pero sea el que sea el número inicial de países, la unión monetaria exigirá una reconversión radical de los establecimientos de crédito y de sus clientelas, tanto por la existencia de una moneda única como por las nuevas estructuras de precios y relaciones de rentas, totalmente diferentes. No hay ejemplos históricos de la obligación de una economía y de su población de acostumbrarse a una moneda completamente nueva.

Otro desafío importante es que Europa no es una isla. Hay que tener en cuenta los problemas del Tercer Mundo, incluso los de todo el mundo.

El crecimiento previsible de la población mundial es de temer que provocará una ola migratoria hacia Europa, por lo que la Comunidad habrá de diseñar una **política común de inmigración**.

En segundo lugar, el fenómeno del envejecimiento de la población Europea ha abierto la discusión en punto a la reforma de los sistemas de jubilación y la generalización de los seguros de salud.

Los movimientos migratorios deberán regularse de modo que no impidan la mejora de la situación económica de la Europa del Este y en Africa. En este sentido, los programas de ayuda financiera y técnica de la Comunidad a la Europa del Este son un paso importante y lo mismo puede afirmarse de la ayuda al desarrollo que los países industrializados presten a Asia y a América Latina.

Los desafíos europeos deben insertarse en el contexto mundial porque son ínfimos en comparación con los problemas del hemisferio sur y en general de nuestro planeta Tierra.

III. LOS GRUPOS DE REFLEXION.

A. Las Cajas de Ahorros en 1993. ¿Qué dimensión? y ¿en qué territorio?

M. Offerxaus, Director General de la Nederlandse Spaarbankbond, planteó el tema de reflexión señalando que hace referencia a la condición mínima que debe respetar una institución de servicios financieros para sobrevivir en el mercado financiero que es la CE.

Frecuentemente las Cajas de Ahorros han sido instituidas por autoridades públicas por lo que han tenido sólidas relaciones con las autoridades locales y se han implicado fuertemente en el tejido económico y social de la región en la que ejercen sus actividades.

En la mayoría de los países europeos las Cajas de Ahorros se han convertido en bancos al por menor que ofrecen una gama completa de servicios bancarios al por menor o comerciales. La ampliación de la gama de servicios ofrecidos y el reforzamiento de las obligaciones impuestas por las reglas prudenciales comunitarias han obligado a las Cajas de Ahorros a acceder a un cierto tamaño "mínimo" para adecuarse a las reglas de vigilancia y lanzarse a inversiones importantes que son indispensables en materia de tecnología, información, personal y dirección.

Esta extensión inevitable ha conducido a un movimiento nacional de fusiones de cajas y a la formación de entidades bastante importantes que a veces operan a nivel nacional. Sin embargo, las cajas deben conservar su identidad cuidándose de hacer valer su imagen local y sus lazos tradicionalmente estrechos con la economía local, así como con las autoridades locales y regionales. Para dar respuesta a las necesidades de su clientela en el exterior de su territorio geográfico inicial deben optar por la conclusión de contratos de cooperación, preferentemente con otras cajas de ahorros, renunciando a instalarse en el territorio de otras cajas.

Por su parte, **L. Peeters**, Administrador de ASLK-CGER Bank de Bruselas, expuso el punto de vista de la entidad a que pertenece. En la definición de su zona de actividad, esta entidad considera que debe estar presente donde se encuentren sus clientes y donde exista salida para su productos. Así, considera que su zona de actuación está constituida tanto por Bélgica como por las regiones limítrofes de Francia, Alemania, Países Bajos y Luxemburgo, así como ciertas regiones turísticas que ejercen un atractivo especial sobre la clientela belga en España y en el Sur de Francia. La fama de sus actividades y de su presencia depende de los servicios que se prestan al cliente y en este aspecto tiene una gran importancia la noción de cooperación.

En cuanto al tamaño, considera que no existe un tamaño ideal: depende del mercado que se pretenda cubrir. Una institución local o regional puede contentarse con una red de algunas decenas de oficinas, con un personal limitado y una informatización ligera, y no ha de tener el mismo tamaño que una institución que desee jugar un papel en el plano nacional o internacional.

PG Nyberg, Presidente de la Caja de Ahorros Alfa Jönköping mantuvo también la idea de que no hay un tamaño ideal que pueda ser definido por índices geográficos. Son otros criterios, como la rentabilidad y la competitividad, lo que lo determinan. Contener los costes y esforzarse continuamente en simplificar la organización aparecen como las dos principales condiciones de una acción eficaz en el seno de la estructura bancaria. Y estos datos nada tienen que ver con el tamaño.

Como en el resto de Europa, también en Suecia se ha discutido ampliamente el problema de la dimensión. La cuestión está unida a la situación, muy especial, del mercado.

En la mayor parte de los países europeos más del 75% de la actividad de las Cajas de Ahorros corresponde al ámbito de la clientela familiar. Por otro lado, modificaciones de orden jurídico han permitido que las Cajas puedan competir con los bancos comerciales en el sector industrial casi en pie de igualdad. Para atender a este fin y transformar su imagen las Cajas han tenido que ampliar sus actividades, lo que ha supuesto un aumento de los costes de expansión.

En los años 50 en Suecia había unas 450 cajas locales, cada una de las cuales cubría un espacio "natural" y cooperaba con la Asociación de Cajas de Ahorros Suecas. La diferencia de tamaño dependía esencialmente de la divergencia existente entre las partes del mercado correspondiente a las cajas comunales y a las cajas rurales. El mercado de las cajas se limitaba a la captación del ahorro y financiación de las economías domésticas. En 1969 las protestas de las Cajas denunciando su desigualdad han permitido disponer de los instrumentos jurídicos necesarios para competir con los bancos comerciales en pie de igualdad. La falta de capital y de competencias especializadas, así como la convicción de que su pequeña dimensión no les permitiría competir con eficacia las llevó a un movimiento de fusiones. Se convirtieron así en cajas regionales medianas. A fines de los 70 y principios de los 80 se establecieron numerosas entidades financieras especializadas que se han desarrollado rápidamente. Poco más tarde, algunos bancos comerciales pequeños y grandes comenzaron a fusionarse para transformarse en bancos nacionales. Correlativamente algunas cajas medianas decidieron fusionarse para convertirse en grandes cajas regionales con estructuras más eficaces. Esta evolución ha llevado a las cajas a constituir una Caja de Ahorros a nivel nacional bajo la forma de sociedad "holding" de la que ellas serán filiales. Las crisis generales que han sacudido al sistema bancario sueco han probado que esta solución sólo podía ser provisional.

En enero de 1992 el Consejo de Administración de la "Holding" decidió dar un nuevo paso y fusionar la Swedbank con las diez filiales bancarias de la holding para constituir una sola Caja, la Sparbanken Sverige.

Los estudios efectuados en la primavera de 1992 han confirmado que la vieja afirmación de que "todo negocio es local" sigue siendo válida. La nueva caja de ahorros se basará esencialmente en la fuerza de las cajas locales (agencias) y su conocimiento del mercado local.

Al lado de las cajas filiales de la Sveriges Sparbank hay 90 cajas "independientes" que trabajarán en estrecha relación con la Sveriges Sparbank utilizando los mismos productos y servicios administrativos que las filiales.

M. Benusilho, Director del Centro Nacional de Cajas de Ahorro y Previsión, señaló la importante reorganización de las Cajas francesas en 1991-1992. Las 180 Cajas existentes el 1 de enero de 1991 se han fusionado en 31 cajas de carácter regional. El antiguo nivel regional de las SOREFI, intermedio entre las Cajas de Ahorros y las estructuras nacionales, se ha suprimido y sus competencias, especialmente financieras, han sido, en lo esencial, transferidas a las Cajas. Se han creado varias estructuras nacionales especializadas en tareas específicas (seguros de vida, leasing, emisiones, etc). Se han consolidado los poderes del CENCEP y se ha mantenido y confirmado escrupulosamente el principio de territorialidad.

Esta reorganización ha tenido en cuenta las siguientes ideas fundamentales.

En lo que a la dimensión se refiere se ha tratado de conseguir una superficie financiera suficiente para desplegar los medios humanos y técnicos necesarios para una Caja moderna, mejorando la productividad y asegurando los equilibrios financieros. Pero también se trata de preservar las raíces locales y regionales, la capilaridad con el entorno, la inserción socio-económica y la proximidad de la clientela.

En materia de territorio se trata de consolidar una dinámica de la red que asegure una cobertura adecuada y conviene que cada Caja ejerza su actividad en un territorio cuya homogeneidad socio-económica le permita la especialización necesaria y la adaptación más eficaz.

Por último, en cuanto a la organización, la reciente reestructuración trata de asegurar la mejor sinergia, la mejor complementariedad y una fuerte cohesión, a fin de responder eficazmente a los cambios y exigencias de los mercados.

Por último, **Paolo Clarotii**, jefe de la división "Bancos" de la Dirección General XV "Instituciones Financieras y Derecho de Sociedades" de la Comunidad, comenzó señalando que los problemas de dimensión y territorio se plantean para todas las entidades de crédito. Partiendo, pues, de esta consideración general, subrayó que la lógica que ha implicado a la Comisión ha sido dar el mismo tratamiento al conjunto de las entidades, independientemente de sus características y su denominación.

Para poder imaginar el futuro conviene examinar el estado de la reglamentación bancaria europea y el estado de las redes bancarias.

En lo que se refiere al primero, la situación es relativamente simple: el conjunto de directivas consideradas previas e indispensables para el mercado bancario único ya se han adoptado y estarán en vigor en la fecha prevista.

En lo que al segundo se refiere, tras enumerar el número de ventanillas por habitante en los diferentes países comunitarios, señaló su importancia para desarrollar una clientela fiel, puesto que la proximidad es, según todos los estudios, factor fundamental para la elección de un banco, aunque, evidentemente, no sea el único criterio.

Las estrategias posibles para el futuro son, en su opinión, una política de fusiones y adquisiciones. Si fuera posible estas operaciones deberían realizarse de común acuerdo, evitando OPAS hostiles que pueden costar muy caras.

La segunda es la expansión territorial directa mediante la apertura de nuevas sucursales.

Estas dos estrategias son claramente ofensivas. La tercera, que puede ser caracterizada como defensiva, es la que constituyen los acuerdos de cooperación por la que han optado las cajas europeas.

B. Identidad y estrategia de las Cajas de Ahorros.

C. Bruck, Presidente del Banco y Caja de Ahorros del Estado de Luxemburgo, inició su intervención señalando que los cambios estructurales del sector financiero son un fenómeno reciente pero general. El sector bancario debe enfrentarse a problemas de competencia y de estrechamiento de sus márgenes. Frente a ello pueden diseñarse tres respuestas: la banca paneuropea, la banca regional y la banca especializada.

Las Cajas de Ahorros deben, en este contexto, tratar de conservar su imagen tradicional aprovechando las posibilidades de la cooperación, bien a través de acuerdos bilaterales o mediante una cooperación orgánica, creando servicios comunes a todas las Cajas europeas (EUFIGEST, EUFISERV, etc),

Por su parte **Johannes Rehm**, Administrador delegado de la Asociación alemana de Cajas de Ahorros y Bancos Regionales, explicó la organización de las Cajas alemanas, cuya estrategia para el mercado interior de 1993 gira en torno a la defensa del mercado doméstico tradicional, porque consideran que tienen más que perder en el mercado doméstico que a ganar en el extranjero. Entendió que esta regla es también aplicable a casi todas las cajas europeas que obtienen ventajas competitivas de su asentamiento local y de la proximidad a su clientela.

En su intervención sobre "Las cajas de ahorros en 1993; ¿qué identidad?, ¿qué estrategia?", el Sr. **Pérez Ollauri** dijo:

1. La competencia.

Desde hace unos años sólo se oye hablar de la competencia que se acerca, proveniente de la Comunidad Económica Europea.

Todas las miradas están puestas en el 1 de enero de 1993.

La desaparición de las barreras internas entre los Estados miembros.

La libertad de movimientos de capitales y trabajo.

El mercado único europeo, etc.

1.1. La competencia nacional o doméstica.

1.1.1. La competencia del propio sector.

Yo creo que la competencia es algo consustancial con las Entidades de Crédito y vengan de donde vengan siempre, En España, hemos sufrido los efectos de una Banca comercial agresiva, que ha luchado por ganar cuota de mercado en cuanto a depósitos y mantener su primacía en el campo crediticio y desde las supercuentas a la desintermediación, hemos soportado permanentes ataques para captar los depósitos de nuestra clientela; otra cosa es que lo hayan conseguido.

Esta competencia se ha acentuado dentro del propio sector de Cajas, como consecuencia de las medidas liberalizadoras de la expansión geográfica.

1.2. La competencia de la Banca comercial.

1.2.1. La competencia de la Banca comercial.

Las consecuencias del Acta Unica nos llevan a considerar:

Un mercado común bancario:

- 330 millones de clientes
- 12.000 Instituciones Financieras.

Libertad para apertura de oficinas.

Necesidad de una legislación que sea compatible con las normativas comunitarias.

Lo primero que debemos entender es que la creación de un mercado único para los países que integran la Comunidad Europea se realiza para impulsar el crecimiento económico y el bienestar de Europa.

En segundo lugar, que no debemos esperar la llegada definitiva del 1 de enero de 1993 como que sólo nos pueda traer incomodidades, exigencias y posibles pérdidas de cuotas de mercado.

Se amplía la extensión geográfica.

Aumenta el potencial de la clientela (330 millones de clientes).

Caben acuerdos con Instituciones Financieras para mejor servir a los clientes pertenecientes a los países de las diferentes Entidades afectadas.

De hecho, España ha firmado Convenios con países determinados a nivel global y después determinadas Cajas de Ahorros lo están haciendo a nivel bilateral.

Lo que sí considero tema prioritario es ajustar la legislación específica de cada país a las normas comunitarias, ya que, de no hacerse así, los resultados pueden ser negativos para las Entidades de Crédito afectadas.

En España el coeficiente de caja está fijado en el 4,5 por ciento; este coeficiente técnico resulta elevado en relación con otros países europeos, que incluso en algunos no existe (Gran Bretaña, Bélgica, Luxemburgo y Dinamarca) y en otros es de reducido nivel.

Pero nosotros, además, arrastramos Certificados del Banco de España, producto de un antiguo tramo remunerado del coeficiente de caja, con una remuneración del 6 por ciento y con un período largo de amortización que comienza en marzo de 1993 y no finaliza hasta septiembre del año 2.000 (1,4 billones de pesetas en 31.12.91).

Resto coeficientes inversión obligatoria (1,85 por ciento de los pasivos computables) en Pagarés del Tesoro o Deuda del Estado, están próximos a desaparecer por calendario establecido.

Cédulas de Inversiones, residuo de los suprimidos circuitos privilegiados con largos plazos para su amortización (270.000 millones de pesetas a una media del 7,3 por ciento).

Realmente estas dependencias preocupan más a las Cajas españolas que la propia competencia comunitaria.

1.3. La competencia afectada por los privilegios fiscales.

Ultimamente, los privilegios fiscales concedidos a los Fondos de Inversión Mobiliaria han supuesto una captación importante de saldos procedentes de los clientes habituales de las Cajas y los Bancos.

La situación, a Junio de 1992, es la siguiente:

	<u>Pesetas</u>	<u>ECUS(*)</u>
Saldos de Fondos de Inversión de Cajas	1.610.600 millones	12.353 millones
Saldos de Fondos de Inversión de Banca	3.813.100 millones	29.246 millones
Saldos de Fondos de Inversión de otras instituciones . .	543.600 millones	4.169 millones

(*) Tipo de cambio 14/8/92

Privilegios que inciden en favor de los clientes y muy especialmente para aquellos que no retiran sus fondos durante un número de años y acumulan en sus cuentas los intereses devengados por sus participaciones en dichos Fondos.

Naturalmente que esta competencia ha supuesto una fuerte incidencia en el crecimiento de los depósitos de las Cajas de Ahorros, que han visto crecer sus depósitos más lentamente que en años anteriores.

2. El dimensionamiento de las Cajas. Las fusiones. Razón de ser de las fusiones llevadas a cabo.

La tendencia a la concentración de las Cajas de Ahorros en la mayoría de los países europeos es clara.

De 1.447 Cajas en 1984 a 1.250 en 1988 es una muestra.

Sin embargo, en España la mayor concentración se ha efectuado durante los tres últimos años, desde 1989 a 1991 de 77 Cajas se ha pasado a 55 y ahora en 1992 a 53.

Hay una opinión generalizada de que el futuro exige un tamaño determinado de entidad para competir en un mercado más abierto.

Yo tengo mis reservas respecto a que eso sea una exigencia ineludible.

Creo que Cajas aún con dimensiones pequeñas pero bien gestionadas y con reducciones de costes adecuados, con servicios limitados a zonas locales o provinciales y una red de oficinas idónea para servir a su zona de actuación, pueden seguir persistiendo, máxime cuando se posee una organización nacional

que puede complementar servicios de compensación, de investigación, de innovación y de relación internacional, como en el caso español, que se cuenta con la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

El tema de las fusiones es algo bien conocido de Vds.

Resulta difícil pronunciarse en este tema. Hay argumentos en pro y en contra totalmente válidos.

Únicamente es necesario mantener el principio de que la fusión sea profesional, buscando mejores resultados económicos y mejores servicios al cliente. El resto no es aconsejable.

3. Los recursos propios.

3.1. Necesidad de adaptarse a las Directivas Comunitarias.

3.2. Necesidad de ajustarse a la normativa española y a las circulares del Banco de España.

Continuamente escuchamos los problemas que se plantean las Cajas de Ahorros españolas de adaptación y de aumento de los recursos propios para ajustarse al volumen de actividad y exigencia competitiva del momento.

La carencia de capital propio subordina la posibilidad de aumentar los recursos propios por vía de ampliaciones de capital.

Sin embargo, en España hay dos posibilidades de incrementar los recursos propios por vía extra:

- a) Cuotas participativas.
- b) Deuda subordinada.

Ninguna Caja de Ahorros española ha utilizado las cuotas participativas.

Respecto a la Deuda subordinada, ninguna alcanzaba el 30 por ciento de los recursos propios.

En la actualidad estamos pendientes de una Ley de Recursos Propios que trata de adaptarse a la normativa comunitaria, que marca y define el gran riesgo, los límites de riesgo y los porcentajes mínimos a mantener según la actividad desarrollada.

Hasta ahora prácticamente todas las Cajas españolas respetan y superan las normas españolas en materia de coeficientes de solvencia, que eran más exigentes que las propias normas comunitarias.

Nuestra preocupación es que sea mayor la exigencia española, una vez adaptada a la norma comunitaria, que la propia de la Comunidad Europea.

3.3. La cuenta de resultados. El estrechamiento de márgenes. Limitaciones para incrementar los fondos propios.

La cuenta de resultados de las Cajas españolas evoluciona con un estrechamiento de los márgenes de intermediación, siguen siendo altos en relación con los datos ofrecidos por las Cajas europeas.

Una evolución a la mejora de comisiones por servicios prestados, pero lentamente, probablemente por ser altos los márgenes financieros.

Un aumento de las dotaciones por morosidad y un descenso de las aportaciones para Fondos de Pensiones del personal de las propias Cajas.

El resultado final oscila entre el 1 y el 1,10 por ciento sobre activos totales medios, que sigue permitiendo destinar cifras muy importantes a reservas, ya que las cantidades destinadas a obras sociales están prácticamente estancadas.

4. Identidad de las Cajas.

4.1. Identidad tradicional.

4.2. Transformación en Sociedades Anónimas.

4.3. Incidencia en su organización.

Las Cajas de Ahorros son instituciones financieras arraigadas a la estructura social española; son fundaciones privadas con fines de carácter social.

Los Organos de Gobierno, al no tener capital privado, no hay representación del capital, sino de los intereses generales que están implicados en la actividad de las Cajas, como son:

- a) los depositantes
- b) las Instituciones fundadoras
- c) los empleados de la Entidad
- d) la representación municipal o provincial

Uno de los problemas más debatidos es el tema de la identidad de las Cajas.

¿Deben permanecer las Cajas con el sistema tradicional?.

¿Deben evolucionar hacia Sociedades Anónimas?.

Hay opiniones diferentes, con inclinación marcada hacia cambios en su identidad, pero mientras las Cajas sigan conservando una evolución positiva en sus resultados, den respuesta a las exigencias de recursos propios demandados, y presten servicio a la sociedad en que se desenvuelven, habría que pensárselo mucho antes de efectuar cambios que afectarían muy sensiblemente a su estructura y a su organización, hasta ahora modélica en España.

5. La cooperación entre las Cajas. La Confederación Española de Cajas de Ahorros.

La estrategia para el futuro pasa por defender y mantener su dominio de la cuota de mercado de sus zonas habituales de actuación.

Por diversificar su operativa solamente según las exigencias de su clientela.

Utilización creciente de tecnología informática.

Aprovechamiento de los servicios prestados por Confederación, en el ámbito internacional, de compensación, de Valores, y de estudios e investigación.

Reducción de costos con políticas idóneas de compensación y reciclaje de personal.

R. Barberye, Presidente del Consejo de Administración del Centro Nacional de Cajas de Ahorro y Previsión de París, destacó tres notas que definen la estrategia de las Cajas francesas, como son: a) Universalidad: Disposición a hacer todo tipo de prestaciones a sus clientes; b) Proximidad: Mantener siempre la cercanía a sus clientes y; c) Calidad: El debe encontrar un servicio óptimo en todas las prestaciones de las Cajas.

En cuanto a la imagen e identidad de las Cajas está marcada por tres factores positivos que deben cuidarse: confianza, proximidad y carácter universal, y tres negativos que deben evitarse: antigüedad, obsolescencia y falta de productividad.

N. C. Knudsen, Presidente del Amtssparekassen Fyn de Dinamarca, señaló que la identidad y la estrategia es algo que las entidades eligen, y la imagen es lo que consiguen con esa decisión. Las tres deben ser conocidas por el personal de la Caja, los clientes y los competidores.

Narró el proceso de conversión de las Cajas danesas en sociedades anónimas, sin perder sus valores tradicionales ni su identidad. Este proceso se consiguió convirtiendo a una tercera parte de sus clientes en accionistas.

Las Cajas danesas tienen dos elementos estratégicos importantes: a) Un nivel de costes en línea con el mercado y; b) Un perfil de riesgo bajo.

C. La cooperación en la dimensión europea.

En la perspectiva del Mercado Unico Europeo, las Cajas de Ahorros firman en 1990 una carta de cooperación con vistas a establecer mecanismos internacionales que permitan hacer tangible la cooperación transfronteriza entre las Cajas de Ahorros y ofrecer servicios internacionales a los clientes.

Al análisis de esta cooperación se dedica este grupo de reflexión en el que intervinieron **E. Fattorini** (Director General de la Asociación de Cajas de Ahorros Italianas), **E. Forsbak** (Director General de la Asociación Noruega de Cajas de Ahorros); **P. Gnes** (Director General del Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorros Italianas); **J. L. Enguehard** (director General de EUFIGEST) y **A. Muller** (Director General de EUFISERV).

La plasmación más correcta de dicha cooperación la representan EUFISERV y EUFIGEST.

La posibilidad de acceder a sus cuentas corrientes cuando se encuentren en otros países europeos es un servicio internacional importante para los clientes de las cajas de ahorros y constituye un campo apropiado para iniciar una cooperación entre dichas entidades. La cooperación DAB EUFISERV supone un doble objetivo: permitir a los clientes de las cajas acceder a los distribuidores automáticos de billetes fuera de su país y establecer una red de telecomunicación de las cajas controlada por éstas. Después de 18 meses de operación de la red, 40 millones de clientes de cajas procedentes de 8 países europeos pueden acceder a 18.000 distribuidores automáticos de billetes.

En 1989 quince entidades y cajas de ahorros acordaron agruparse en EUFIGEST para distribuir productos financieros preparados en sus redes. En 1990 se lanzaron 3 SICAV de derecho luxemburgés en ECU: EUFICASH (a corto plazo), EUFINVEST (en acciones) y EUFIRENTE (en obligaciones). La distribución está abierta a todas las organizaciones integrantes de EUFIGEST, las cuales tienen toda la responsabilidad de las modalidades de venta, publicidad y marketing. Es una buena muestra de las iniciativas que cabe diseñar para que las Cajas se enfrenten unidas al reto del Mercado Unico Europeo.

D. Integración de las Cajas de Ahorros del Este de Europa.

K. Kauniskangas (Director General de la Asociación Finlandesa de Cajas de Ahorros), **W. Finge** (Secretario General de la Asociación de Cajas austriacas), **M. Kohotek** (Director General de la Caja de Ahorros Nacional Eslovaca), fueron los miembros integrantes de este grupo de reflexión.

Inmediatamente después de la caída del telón de acero la Asociación Nacional de Cajas de Ahorros Austriacas se puso en contacto con las cajas de Budapest, Praga y Bretislava para ofrecerles la posibilidad de establecer una rápida integración con los sistemas europeos de cajas de ahorros. Los interesantes contactos mantenidos con la Caja de Ahorros estatal checa, la Caja de Ahorros eslovaca y la Caja de Ahorros Nacional de Hungría han desembocado en que las tres se hayan incorporado como miembros extraordinarios a la Asociación de Cajas de Ahorros el 5 de abril de 1992.

La Caja de Ahorros Checa está actualmente en fase de privatización. El 40% del capital permanecerá en manos del Gobierno; el 20% se transferirá a las entidades locales; el 37% se colocará entre particulares, principalmente clientes de la caja, y el 3% restante quedará en cartera por posibles reclamaciones.

En cuanto a la Caja eslovaca tiene 680 sucursales en territorio eslovaco y aproximadamente cinco millones de ciudadanos eslovacos tienen abiertas más de seis millones de libretas de ahorro, lo que muestra que no tiene competidor en lo que se refiere a la extensión de su red.

"El reto de las Cajas de Ahorros en una Europa abierta" fue el título de la ponencia de la sesión de clausura, que estuvo a cargo de **R. Mazzota**, Presidente de la Asociación Italiana de Cajas de Ahorros. Destacó que las entidades financieras deben ser conscientes de los períodos de turbulencia que se están viviendo estos días, de ahí la necesidad de mostrar paciencia en sus actuaciones. Afirmó su creencia en que la disociación entre la economía financiera y la economía real no puede durar mucho tiempo. Al igual que otros ponentes aludió a la raigambre territorial de las Cajas, una faceta que no aparece en el balance de las entidades, pero que sin duda se refleja en el beneficio de la cuenta de explotación.

Finalmente, **E. R. Vilar**, Presidente de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros clausuró las Jornadas subrayando que la Agrupación había ampliado sus fronteras dando entrada en la misma a países de Europa Central y del Este. En los momentos actuales forman parte de la Agrupación 1.500 entidades,

lo que comprende 64.000 agencias y 52.000 cajeros automáticos, los cuales aumentarán en breve hasta 170.000 gracias al reciente acuerdo firmado con VISA.

Sus palabras finales resaltaron que el mercado interior será una realidad dentro de unas semanas, la cooperación entre las Cajas de Ahorros está en marcha y los clientes de las mismas serán los beneficiarios de estas realidades.

LA FINANCIACION DE LA EMPRESA VASCA

Dentro del amplio panorama de los cursos de verano de la Universidad del País Vasco en San Sebastián, la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, en colaboración con la Federación Vasco-Navarra de Cajas de Ahorros organizó un Seminario sobre "La financiación de la empresa vasca", cuyas sesiones se han celebrado durante los días 7 a 11 de septiembre de 1992, y que han venido a consolidar una línea de colaboración que se inició el pasado curso en el que se desarrolló un seminario de corte similar sobre "El Sistema Financiero en el País Vasco".

Aunque centrado en la perspectiva financiera, las sesiones del Seminario han tenido permanentemente como término de referencia, los problemas económicos reales de las empresas vascas. La preocupación latente ha sido la exploración de vías que faciliten la expansión y competitividad de las empresas.

El Seminario se desarrolló desde una óptica que podríamos denominar microeconómica, pero que ha tenido siempre el trasfondo de las perturbaciones que crean los desequilibrios económicos globales como la inflación, el desequilibrio exterior o el déficit público, y sus efectos sobre la competitividad real y los costes financieros.

Resumiremos seguidamente los aspectos más destacables de las diferentes sesiones.

1. El Seminario se inició con una intervención del Profesor J. A. Maroto que ofreció el marco conceptual del Seminario, incardinando las distintas partes del mismo en el esquema de las decisiones financieras características de la empresa: *inversión, financiación y dividendos*. Sintetizó con claridad los puntos clave de las posiciones tradicional y moderna de la teoría de la financiación de la empresa y repasó "lo que sabemos" de la financiación empresarial -seguramente menos de "lo que no sabemos"- pero aun así suficiente para servir de base, de la sistematización y análisis de la empresa.

2. Cualquier estudio de la financiación de la empresa vasca, tenía que empezar, obviamente, por el análisis de su situación económico-financiera. Esta tarea fue abordada por la exposición de Olga Rivera, Profesora de la ESTE, en un análisis comparativo con el conjunto del Estado y con la situación de Alemania. De su exposición cabría destacar los siguientes puntos:

- a) La rentabilidad de las ventas en las empresas vascas mejoraron en el período 1984-89, en que se situó por encima de los niveles de coyuntura de España y Alemania. En 1989 y 1990 se produjo una ruptura de esta tendencia motivada por una infrautilización de la capacidad productiva.
- b) El esfuerzo inversor realizado en ese período no se ha utilizado bien, lo que determina que la rentabilidad económica de la empresa vasca sea inferior a la del conjunto del Estado.
- c) La proximidad de los costes del endeudamiento y la rentabilidad económica, hacen que la estructura financiera de la empresa vasca con alto endeudamiento, sea deficiente e inferior a la del conjunto del Estado y a la de las empresas en Alemania.

- d) El nivel de endeudamiento ha ido aumentando en los últimos años y además se está sustituyendo financiación a largo por endeudamiento a corto.
- e) La política de autofinanciación tiende a la baja incrementándose el reparto de dividendos.
- f) La empresa vasca tiene menor dependencia bancaria que la media española.
- g) En el País Vasco hay mayor presencia de entidades financieras, locales con vinculación a un grupo industrial.
- h) También existe en el País Vasco mayor intervención pública en la financiación empresarial a través de medidas de Política económica de estímulo a la inversión.

3. Ildelfonso Grande, Profesor de la Universidad del País Vasco, realizó una exposición sobre los criterios de selección que utilizan las entidades financieras, en su canalización de fondos a las empresas, clasificando a las diferentes entidades financieras en grupos diferentes según la estrategia seguida a la hora de valorar los diferentes factores sectoriales y de los rasgos básicos y de comportamiento de las propias empresas.

Con independencia de aspectos diferenciales entre la forma de actuación de unas y otras entidades, tres rasgos se revelan en el estudio del Profesor Grande, como comunes a todas las instituciones:

- a) La consideración prioritaria de la capacidad de generación de recursos por las empresas.
- b) El desinterés por la dimensión de las empresas, como factor relevante.
- c) Escasa relevancia de la forma jurídica de la empresa y del hecho de que las que revisten forma societaria, coticen o no en bolsa.

4. ¿Cómo ven las empresas a las entidades financieras?. Este fue el tema de la primera mesa redonda celebrada con la asistencia de tres directores financieros de otras tantas empresas vascas (Kemen, Ramón Vizcaíno y Cementos Lemona). El coloquio fue moderado por el Presidente de Caja VITAL.

La sesión ofreció algunas reflexiones de interés:

- a) El Sistema Crediticio vasco parece tener una respuesta convencionalmente adecuada a las necesidades de las empresas. Las Cajas aunque han accedido después que la banca a este segmento, presentan una oferta creciente de servicios.

La existencia de entidades regionales es importante porque ofrecen decisiones rápidas frente a las solicitudes empresariales.

- b) Se registra una introducción paulatina de algunas innovaciones en el terreno crediticio, entre las que destacan:

- El auge de la financiación de capital circulante cuando surge derecho de cobro al cliente aunque no esté aún instrumentado en efectos.
- El aumento de operaciones de FRAS y otros instrumentos de cobertura de riesgos

- Se destacó, sin embargo, falta de oferta de instrumentos de ingeniería fiscal-financiera para la financiación centralizada del grupo de empresas. Un tema con importancia creciente.

c) Los asistentes mostraron un elevado escepticismo ante la financiación bursátil y destacaron los ~~y destacaron~~ los costes de información, de administración, de asesoramiento, de liquidez y otros que esta vía financiera comporta.

d) Aunque las condiciones financieras tienen cada vez más peso a la hora de decidir las inversiones, hay muchas inversiones estratégicas que se hacen en todo caso, con independencia del coste de financiación.

Las intervenciones del segundo día, profundizaron en los instrumentos del sistema crediticio. De la exposición de Iñaki Camino y Luis M^a Abadie de la BBK, cabría destacar:

- Insistieron en las características económico-financieras de la empresa vasca. Aportaron al análisis lo que llamaron "mal comportamiento de los agentes", que se manifiesta en la elevación de impuestos que la empresa ha tenido que soportar, el crecimiento de los salarios por encima de la productividad, la insensibilidad de dividendos que se han mantenido estables pese a las dificultades de autofinanciación y los altos tipos de interés derivados de medidas de política monetaria.
- Destacaron también la potencia del crédito en sus diversas modalidades como fuente de financiación con la excepción del crédito comercial que va decayendo.
- Llamaron la atención sobre el importante desarrollo de servicios, desintermediación y asesoramientos diversos, dependiendo su sofisticación del tamaño de la empresa.
- La Fusión de Cajas potencia las posibilidades de prestación de servicios, por sus mayores medios y economías de escala.
- Respecto a la relación banca-industria, llamaron la atención sobre tres aspectos básicos.
 - La ausencia de una posición dogmática. Existe una diversidad de posiciones en el comportamiento de las entidades bancarias.
 - La existencia de grupos industriales debe estar presidida por condiciones de mercado.
 - La reciente normativa sobre recursos propios y supervisión consolidada de entidades crediticias apunta a una vía más próxima al modelo anglosajón que continental, en el sentido de que trata de limitar la participación directa de entidades bancarias en empresas no financieras.

5. Alberto Alberdi, analizó diferentes convenios patrocinados por el Gobierno Vasco para estimular la inversión empresarial, con reducciones de más de 4 puntos en el coste financiero (PYME, Plan de relanzamiento especial PRE, Programa de Apoyo a la Inversión PAI y Ayuda Financiera a la Inversión AFI) en total unos 115.000 millones de pts. de crédito subvencionado.

De su exposición cabe destacar las siguientes ideas:

- a) Los empresarios no consideran decisivas estas ayudas (sólo el 29%) para invertir.

- b) Si reciben ayuda es posible que aumenten el volumen de una inversión que de todas formas iban a hacer, lo que ha tenido un efecto negativo respecto a la existencia de un inmovilizado excesivo con baja productividad.
- c) Carácter procíclico de estas ayudas ya que acentúan la fase del ciclo. Es decir las ayudas funcionan bien cuando los empresarios están aumentando su inversión.
- d) Las ayudas han tenido una aportación escasa a la necesaria diversificación productiva y a propiciar la innovación y adecuación empresarial a las nuevas tecnologías.
- e) La política de incentivos debe ser revisada ya que existe un gran escepticismo sobre su efectividad.

6. El Seminario, aportó un análisis pormenorizado y práctico de un expediente de solicitud de crédito en un taller de trabajo en el que los criterios de los asistentes fueron contrastados con los que en la realidad había seguido la entidad patrocinadora: la Caja de Guipúzcoa y San Sebastián. El taller tuvo un carácter eminentemente práctico y se desarrolló parcialmente en el propio centro de formación de la Caja.

7. El tercer día puso particular énfasis en el estudio de la financiación empresarial en mercados directos.

La intervención de Idoia Basterrechea y Javier Hernani, directores de Norbolsa, analizó las vías alternativas al crédito bancario, desde la perspectiva de un servicio de finanzas corporativa. La mayor parte de su intervención se centró en el funcionamiento y en los requisitos formales, a partir de la reforma Ley 24/1988 y de información para participar en el mercado bursátil y en el creado para determinados activos por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

Se detuvieron en el análisis de la actual propuesta de la Sociedad rectora de la Bolsa de Bilbao del proyecto bursátil asistido por especialistas para la mediana empresa.

Las posibilidades de un mercado de este tipo sobre la base de un intermediario (especialista) que mantiene una relación establecida con el emisor para proporcionar liquidez y estabilizar los precios de las emisiones, para lo que cuenta con unas determinadas herramientas técnicas e incentivos económicos, se desconocen, aunque las experiencias disponibles en las Bolsas de Nueva York, Toronto, Londres y París parecen alentadoras. Es posible que este sistema permita remontar los fracasados intentos de crear segundos mercados bursátiles para las PYMES.

8. Alberto Abad, Consejero delegado de Talde defendió el papel a las Sociedades de Capital Riesgo, que tienen cierto peso y tradición en el País Vasco.

Reclamó para ellas una mayor flexibilidad que las hiciera salir desde su dimensión tradicional, como sociedades con participaciones minoritarias y temporales en empresas no financieras innovadoras, hacia una línea más amplia de prestación de asesoramiento y ayuda.

En la propia TALDE la sociedad de capital riesgo con más tradición en el País Vasco el 64% de las experiencias (92 empresas) generó una rentabilidad negativa.

En la base de este mal resultado hay:

- a) Problemas de cultura y valoración empresarial.
- b) La existencia de alternativas con mayor rentabilidad para igual riesgo.
- c) La escasa participación de la inversión institucional (Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros).
- d) Cicatero tratamiento fiscal.

La exposición no contribuyó a disipar las dudas de los asistentes sobre la potencialidad de este instrumento de financiación.

9. La segunda mesa redonda se dedicó a analizar los posibles efectos para las entidades financieras de la Ley de 1 de junio de 1992 sobre recursos propios de las instituciones financieras (que fija coeficiente de recursos propios, limita las participaciones cualificadas al 10% de los recursos propios de la empresa y los grandes riesgos al 25% de los recursos propios de las entidades).

Cuatro aspectos destacaron los participantes, todos ellos representantes de entidades financieras (BBV, Caja Laboral Popular y Caja de Guipúzcoa y San Sebastián).

- a) Es preciso esperar el Reglamento y la Circular del Banco de España que desarrollen la Ley, para conocer su alcance.
- b) La impresión general es que la nueva normativa castiga la participación empresarial, sólo introduce mayor ortodoxia.
- c) La nueva normativa limita la posibilidad de participaciones agresivas (que impliquen mayoría).
- d) No cabe esperar cambios en la política de inversión de las entidades (BBV, Kutxa, C.L.P.) que deben atender sobre todo a los aspectos de la rentabilidad de la inversión.
- e) Los representantes de Cajas se mostraron taxativamente contrarios a la fórmula de la Sociedad Anónima para las Cajas.

10. La financiación exterior fue el tema abordado el último día del Seminario.

Eloisa Ortega, economista del servicio de estudios del Banco de España se centró en el comportamiento de la inversión directa que ha experimentado un fuerte incremento en España desde 1986.

Las características de este proceso a nivel global del Estado son las siguientes:

- a) Incremento mayor en sector servicios (instituciones financieras, Seguros, Comercio y hostelería).
- b) También en industrias con alta demanda potencial (sobre todo con posibilidad de exportación).
- c) La inversión directa ha estado muy concentrada en Madrid y Barcelona (82% en 1991).

- d) Procedencia creciente de países comunitarios.
- e) La inversión directa ha mejorado la eficiencia de los sectores y empresas en que se ha materializado.
- f) Respecto al País Vasco destacó que el incremento ha sido más en el conjunto del estado, y menos intenso que en el conjunto del estado, se ha materializado en sectores productores de bienes intermedios tradicionales (con demanda débil) y también se registra un considerable avance en el sector servicios.

11. Juan Luis Llorens, director general de IKEI, centró su exposición en la liberalización del movimiento de capitales desde febrero de 1992. Estudió el nuevo marco normativo, comentó la experiencia extranjera y concluyó en el hecho de que la liberalización abre perspectivas, ya que permite a las empresas rentabilizar sus excedentes y encontrar vías de financiación con menores costes en los mercados exteriores. Insistió en el hecho de que la liberalización no implica necesariamente un efecto negativo sobre las entidades financieras españolas ya que la experiencia de los últimos meses apunta a que la mayor utilización del recurso de empresas españolas a los mercados internacionales ha sido con la mediación de instituciones financieras nacionales y se ha centrado, sobre todo, en operaciones a corto plazo.

12. El tema de la financiación exterior de la empresa vasca fue también el objeto de debate de la tercera mesa redonda. Intervinieron directores financieros de empresas (CAF y Vicinay) y el Director General de la BBK, Manfred Nolte.

Tres puntos fundamentales se concluyen de las distintas exposiciones y del posterior coloquio:

- a) Pese a las diferencias acentuadas de tipos de interés entre países, cuando se cubren los riesgos de cambio, las diferencias de los costes financieros no son tan acusados como parecen.
- b) En la financiación empresarial exterior debe evitarse la tentación especulativa y operar prioritariamente en monedas con mayor fijeza de sus tipos de cambio.
- c) Los factores de riesgo que pueden entrañar las operaciones de financiación exterior son muy complejos y requieren un análisis cuidadoso de sus ventajas e inconvenientes.

13. El seminario se clausuró, con la presencia del Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno Vasco, por el Profesor Fuentes Quintana que ofreció un repaso actual de la economía española, desde una triple perspectiva: los problemas que derivan de la debilidad de la recuperación económica internacional, las dificultades por las que atraviesa el avance en la construcción de la Unión Económica y Monetaria europea y los propios problemas internos de la economía española, que, en todo caso, deben plantearse con claridad abordando su solución con urgencia para estar en una situación que permita, en su momento, aprovechar la recuperación económica internacional cuando ésta se produzca.

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

INDICE

	Pág.
La convulsión monetaria a través de los editoriales de la prensa	133
¿Especuladores?: o flotamos o nos unimos	139
El fin del control de los movimientos de capital abrió las puertas del caos	140
La crisis monetaria: ¿de quién es la culpa?	142
El futuro del SME	143
Una Europa de cinco países	144
Oui... mais	145
Los peligros del "no"	146
El camino de Europa hacia la servidumbre	149
Mientras tanto, en Rusia	151
Compromiso en la Suecia capitalista	153
EE.UU.: el crecimiento exigirá sacrificios	154
Cómo los bloques regionales pueden perjudicar al comercio internacional	155
Mirando más allá de la crisis europea	157
Keynes versus clásicos en Wyoming	158
¿Quién ganó realmente la Guerra Fría?	160
La firmeza de Francia ante el expediente agrícola	163
Por qué los precios de los servicios suben más rápidamente	165
El bicentenario triste del dólar norteamericano	167
Una palabra, por favor, para designar la situación económica presente	169

THE UNIVERSITY OF CHICAGO

PHYSICS DEPARTMENT

PHYSICS 354

1998

PHYSICS 354

1998

PHYSICS DEPARTMENT

THE UNIVERSITY OF CHICAGO

La convulsión monetaria a través de los editoriales de la prensa.

"El Bundesbank se inclina" titulaba Financial Times su editorial del día 15 de Septiembre.

El Bundesbank ha hecho los menores recortes posibles de los tipos de interés a cambio de una devaluación de la lira. Salvo en el caso de que los recortes prosigan en breve, es poco probable que tal recorte facilite las cosas de otros integrantes del SME. Tampoco cabe pensar que puedan resultar muy positivos para la economía alemana. Sin embargo, dichos recortes han sido celebrados, y condenados, por lo que puedan significar en el sentido de que algo anda mal en el banco central alemán. Por este motivo es probable que se aplase cualquier disminución adicional de los tipos, salvo en caso de circunstancias excepcionales. Los recortes que acaban de producirse pueden ser los últimos en mucho tiempo.

Los que creen que la operación que acaba de tener lugar muestra que el Bundesbank pierde solidez están en lo cierto sólo en un punto. El banco ha restablecido un principio en el que ha creído siempre: que el SME permite reajustes de los tipos de cambio. Esta vez sólo la lira se vio afectada, pero la operación no ha terminado aún, digan lo que digan las autoridades británicas al declarar que la libra no será devaluada.

Sea como fuere, la noción de que el Bundesbank es totalmente independiente de la política es una fantasía. Fue una decisión política la que puso al DM en el Sistema Monetario Europeo; fue la presión política la que obligó al Bundesbank a reducir el tipo de descuento a su nivel más bajo del 2'5% poco después de que las bolsas se desplomaran en Octubre de 1987; fueron los políticos los que tomaron las decisiones fundamentales en el momento de constituirse la unión monetaria alemana, y pueden también ser los políticos los que, dependiendo de lo que ocurra con el tratado de Maastricht, registren la desaparición del DM.

La política del tipo de cambio es el talón de Aquiles de un banco central independiente. Esto ha sido siempre así en el caso del Bundesbank, y siempre lo sería en el caso de un banco central europeo. Cualquier cosa y, por supuesto, una pequeña reducción de los tipos de interés, había de ser mejor que la continuación de la intervención, que le había costado ya a Alemania 42 m.m. de DM la semana pasada. Como el primer economista del banco, Otmar Issing, señaló ayer, "pueden olvidarse de cosas tales como la M3 ("broad money") si se prolonga una situación como la de la semana pasada. Estamos mucho mejor hoy que el pasado jueves".

La situación interna alemana también puede haber contribuido en el desarrollo de los acontecimientos. Helmut Schlesinger, el ilustre presidente del Bundesbank, insiste en que la economía alemana no se halla en una situación de recesión, pero que está muy lejos de encontrarse en una fase expansiva. El colapso de la economía de la zona oriental del país hace que resulte inaceptable una prolongación del estancamiento.

Con todo, si bien hay buenas razones que justifican las decisiones adoptadas, se han de cuidar las apariencias, pues éstas también son importantes. El Bundesbank da la impresión de haberse inclinado ante presiones políticas, y no ya de los políticos del propio país sino de Francia, del Reino Unido y de Italia. Su imagen manchada hará que el banco se sienta aún más decidido a defender la credibilidad que le queda.

Puede ser necesaria otra crisis de los tipos de cambio o una fuerte reducción del crecimiento monetario alemán para que el Bundesbank se decida a disminuir de nuevo los tipos de interés. Estos puede haber

alcanzado ya un máximo, pero su descenso será lento, con toda probabilidad, por lo que los tipos a corto permanecerán a sus niveles récord durante bastante tiempo.

La cuestión es ahora por cuánto tiempo el SME permanecerá fuera de la zona de crisis. La libra ha mejorado algo, pero continúa en la línea de fuego. En último término, su destino dependerá de que la presente paridad sea compatible con la recuperación. Si las perspectivas de ello son remotas, se producirá un nuevo deterioro de su posición respecto al DM y, con ello, una disminución de las probabilidades de recuperación.

Más inminente es aún el referendum francés. Un resultado favorable al "no" estimularía probablemente a los especuladores, en especial después de las grandes ganancias que han obtenido especulando contra la lira. Por otra parte, un "sí" marginal podría no dejar despejada la situación. La perspectiva de un camino hacia la unión monetaria controvertido y lleno de dudas no es probable que asegurara la estabilidad del Sistema.

Hemos podido ver cómo el Bundesbank cedía. Esto puede costarle caro desde el punto de vista de su credibilidad. Sin embargo, el banco central alemán no será el único que pague la correspondiente factura. También deberán pagarla otros europeos, en la medida en que el banco deba esforzarse por restablecer su reputación como defensor del valor de la moneda alemana. Los gobiernos también han cedido. La devaluación de la lira no supone el fin de la excitación de los mercados cambiarios.

.....

En otro editorial, éste del día 17 de septiembre, titulado "El Bundesbank y Gran Bretaña", el mismo Financial Times decía lo siguiente.

Por su prestigio y su orgullo, por los resultados y por su poder, el Bundesbank alemán es un banco central excepcional. Su prestigio se deriva del mandato estatutario que le obliga a mantener la estabilidad de los precios con independencia de las "instrucciones" del gobierno. El orgullo es resultado de su historia antiinflacionista y de su contribución a la estabilidad de un país que en la primera mitad de este siglo desencadenó dos guerras mundiales. Los resultados obtenidos por el Bundesbank se explican por la credibilidad que ha conseguido en los mercados financieros. Su poder se ha multiplicado por las circunstancias de la posguerra, que han hecho de Alemania la economía más fuerte de Europa, convirtiendo al DM en el ancla del Sistema Monetario Europeo.

El banco que, salvo por el nombre, ha llegado a ser el banco central de Europa, no es una máquina. Sin embargo, como institución, puede resultar peligroso para los políticos. El canciller Conrad Adenauer se quejaba una vez de que el banco "no fuera responsable ante nadie". Las políticas del Bundesbank contribuyeron directa o indirectamente a la caída de tres gobiernos alemanes: el de Ludwig Erhard en 1966, el de Kurt Georg Kiesinger en 1969 y el de Helmut Schmidt en 1982. Los elevados tipos de interés actuales pueden tener aún algo que ver con la caída de Helmut Kohl. Ante el Bundesbank todos los gobiernos están en peligro.

Todo esto lo conocía muy bien John Major cuando, como ministro de Hacienda, llevó a Gran Bretaña al Sistema Monetario Europeo, en Octubre de 1990. Al sujetarse al DM los países miembros del SME sabían a

qué rigores se sometían. El Bundesbank se ha preguntado frecuentemente si Gran Bretaña podría resistirlos. Karl Otto Pohl, el presidente de la institución entre 1980 y 1991, predijo en Septiembre de 1990 que si Gran Bretaña intentaba unir la libra al marco "permanentemente" ("for all time"), el Reino Unido podía tener que hacer frente "a un paro masivo y a grandes problemas de pagos".

Las dificultades de todos los países del Sistema han aumentado considerablemente a causa de los errores del gobierno de Bonn por lo que a la reunificación se refiere. Grandes déficit alemanes han activado la inflación, lo que ha obligado al Bundesbank a elevar los tipos de interés mucho más de lo que podía prever dos años atrás. Países -de dentro y de fuera del SME- que habían esperado alcanzar la estabilidad de los precios yendo de la mano del Bundesbank, han tenido un viaje mucho más accidentado de lo previsto. Tales países han visto cómo sus esfuerzos por reducir la inflación (Francia, Finlandia, Noruega, Dinamarca, Bélgica y Suecia por debajo de los niveles alemanes) eran poco apreciados por los mercados financieros. Pero si hay un culpable, éste es Kohl y sus compañeros políticos, no el Bundesbank. Una importante razón de la dimisión de Pöhl fue su inútil crítica de los errores de Kohl.

A pesar de ello, el Bundesbank ha salido tocado de la refriega. Bajo la dirección de Helmut Schlesinger, el sucesor de Pöhl, el banco ha puesto un énfasis excesivo, en los últimos 12 meses, en intentar frenar el crecimiento de la oferta de dinero (M3), un indicador que, en parte como consecuencia de las tensiones de la reunificación, ha llegado a ser una medida menos fiable de la inflación futura.

Y lo que es más importante, Schlesinger ha incurrido en críticas severas por su ligereza, como mínimo, al aludir a la devaluación de la libra. Como economista universitario, Schlesinger tiene todo el derecho del mundo a creer que el nivel de la libra frente al DM es demasiado alto. Puede pensarse asimismo que el presidente del banco se ha visto sometido a un estado de tensión excepcional como consecuencia de las presiones recibidas para que redujera los tipos de interés. Ahora bien, como gobernador en ejercicio, tenía que saber cuándo debió tener la boca callada, en especial en un momento en que las turbulencias cambiarias vinieron a unirse a las corrientes especulativas sobre la moneda alemana, cuyo efectos tanto obsesionan a Schlesinger.

Gran Bretaña no puede atribuir al Bundesbank los problemas que ella tiene. Sin embargo, al amparo de las normas del Sistema Monetario Europeo sí tiene derecho a cierta ayuda, y no lo contrario. Tanto si Europa prosigue su proceso hacia la unión monetaria como si no lo hace, los bancos centrales y los gobiernos necesitarán un "modus operandi" para una mejor cooperación monetaria. Los intereses de Europa estarán muy mal atendidos si el Bundesbank contribuye a la creación de un clima en el cual se convierte en la entidad que debe pagar por las culpas de todos los demás.

.....

"Le Monde", por su parte, decía lo que sigue en su editorial del 18 de Septiembre.

¿Se puede hablar todavía de la moneda única en el momento en que el Sistema Monetario Europeo estalla?. Las decisiones adoptadas en la noche del 16 al 17 de Septiembre en el curso de una reunión

extraordinaria del comité monetario europeo no condenan la perspectiva de la moneda única incorporada al tratado de Maastricht. Por el contrario, recuerdan que el SME no puede constituir más que una fase de transición. Entre un sistema de tipos de cambio flotantes y un sistema de tipos de cambio fijos la etapa intermedia no puede ser más que provisional.

Creado hace trece años, el SME estaba afectado, desde hacía ya varias semanas, de profundas perturbaciones. Se hallaba confrontado, en efecto, a graves ataques en una situación en que, como consecuencia del mercado único, los movimientos de capital son casi del todo libres. Si bien la incertidumbre que resulta del referendun francés ha precipitado la crisis, no puede decirse que ésta sea la causa única del revuelo. La razón principal de éste reside en las divergencias de las políticas económicas de los diferentes países -en Europa, desde luego, pero también en el otro lado del Atlántico- para hacer frente a una coyuntura difícil.

Por lo demás, los "pasos en falso" del Bundesbank han representado, a este respecto, un papel esencial. Su política monetaria restrictiva y las declaraciones medio-falsas medio-ciertas de su presidente, Helmut Schlesinger, estos últimos días, a favor de un reajuste generalizado de las paridades en el seno del Sistema, han reforzado al DM frente al dólar y han desestabilizado el conjunto del mismo. Si bien el comportamiento irresponsable de la "Buba" debe ser denunciado -cosa que Londres hace hoy- no puede dejarse de darle la razón en un punto. Era, es y será siempre imposible mantener indefinidamente unos tipos de cambio fijos entre países con situaciones económicas tan diferentes como las de la CE.

El SME ha vivido cinco años sucesivos de estabilidad. No ha habido modificaciones de las paridades desde 1987. Ahí está el error. Los países miembros se han obstinado en querer mantener indefinidamente las paridades mientras las economías divergían, tanto por lo que se refiere a la inflación como a los déficit públicos. Habiendo instaurado un sistema de tipos cambio estables -que pueden variar alrededor de unas cotizaciones centrales y que son susceptibles de ser modificados- han actuado como si se tratara de un sistema de tipos de cambio fijos, rechazando con la mayor obstinación toda devaluación-revaluación de sus monedas.

Los Doce, por consiguiente, han tomado el SME como una primera etapa hacia la moneda única, cuando, en realidad, entre dicho Sistema y la moneda única hay una verdadera ruptura. La moneda única -el tratado es claro al respecto- implica una política monetaria común y una coordinación estrecha de las políticas presupuestarias. Además, supone como paso previo una convergencia de las economías que hoy todavía no existe.

¿Existirá tal convergencia entre todos esos países en 1997 o en 1999?. No es nada seguro. El estallido del SME indica que algunos países -reagrupados alrededor de Alemania y de Francia podrían como respuesta crear rápidamente una zona monetaria unificada. El coste de ello sería una Europa de dos velocidades.

.....

En su editorial de cabecera, y bajo el título "**Mayhem**" (revuelo, confrontación), *The Economist* de 19 de Septiembre dice, lo siguiente.

<...>

Los críticos del Sistema Monetario Europeo se sentirán eufóricos. Sin embargo, en este cruel momento de prueba para las autoridades económicas europeas, dos puntos deberían quedar perfectamente claros. Primero, que el gobierno británico, aunque víctima al final de una triste y humillante derrota, estuvo acertado al tratar de defender la libra con unos elevados tipos de interés. Su error fue no haberlo podido hacer antes. Y segundo, y más importante, que el semicolapso del SME constituye un buen argumento, no a favor del abandono del Sistema, y menos aún para hacerlo más flexible, sino para proseguir con urgencia renovada el proceso de creación de una moneda única europea.

El compromiso de Gran Bretaña con el SME mereció ser defendido y lo fue. El Sistema nunca constituyó una panacea, es cierto, aunque hace dos años muchos comentaristas de la prensa y los mercados lo consideraron como tal. El Sistema, simplemente, ofrecía ventajas interesantes, y sigue ofreciéndolas. Las recientes convulsiones habrían puesto en peligro cualquier régimen monetario, independientemente de que los tipos fueran fijos, flotantes o cualquier cosa intermedia. Si el SME no hubiera existido los gobiernos de Europa se enfrentarían ahora, no con la perspectiva feliz de unos mercados apacibles, elevado empleo y crecimiento no inflacionista sino, ahora o más adelante, con problemas económicos por lo menos tan graves como los de hoy, aunque distintos.

<...>

Las pequeñas economías de Europa no pueden funcionar bien, y menos en un auténtico mercado único, con tipos de cambio flotantes. Ahora bien, sus esfuerzos por crear un sistema de cambios semifijos ha recibido un fuerte golpe, y puede recibir aún más. Una manera de conseguir que cualquiera de estas soluciones funcionara mejor sería el restablecimiento de las barreras que impiden la libre circulación de capitales. Pero sería una respuesta equivocada. Incluso en el caso de que pudiera hacerse, el coste derivado de la torcida asignación internacional de recursos sería enorme.

La mejor respuesta, sin duda, para Europa -por muy ambiciosa que ahora parezca- es la creación de una moneda única. Con una moneda europea la demanda de capital por parte de Alemania, después de la reunificación, podría haber sido atendida a unos tipos de interés menores; y las consecuencias inflacionarias resultantes de la expansión de la zona occidental se habrían difuminado a lo largo y ancho de Europa a través de un déficit comercial mayor, pero de más fácil financiación. La inestabilidad monetaria de Europa desaparecería por definición. Y un banco central inflexible y estricto -competente sobre toda Europa- velaría por la estabilidad de los precios de toda la Comunidad.

En una fase en la que los gobiernos intentarán reparar los daños de los últimos días, serán muchos, probablemente, los que pensarán que el objetivo de una moneda única europea debe desaparecer de todos los programas, digan lo que digan los franceses en su referendun sobre el tratado de Maastricht, cuyo elemento central es la unión monetaria. Ahora bien, esta conclusión sería un tremendo error. Y en cierto modo incomprensible toda vez que eventos como los del 16 del corriente mes son exactamente los que una moneda única evitaría.

.....

"El SME en estado de coma". Este es el título de una columna de Eric Izraelewicz en "Le Monde" del día 19/9.

El Sistema Monetario Europeo se halla en estado de coma. La salida del mismo de dos de las grandes monedas -la libra y la lira-, decidida hace un par de días, ha llevado a una situación excepcional que el Sistema, creado en 1979, no había conocido hasta el presente y que ni está prevista en sus normas. Para reemprender el camino hacia la moneda única, un consejo europeo debería tratar de levantar de nuevo el SME. ¿Podrá resucitarlo?. La respuesta depende del referendun francés. Si gana el "no", muchos expertos, como Valery Giscard d'Estaing, piensan que se irá "hacia una desmembración ("dislocation") del Sistema... y a una intensificación de la crisis monetaria". Se producirá, en todo caso, una incertidumbre política, en París y en otras capitales europeas, lo que hará poco factible la reconstitución inmediata de un sistema de cambios estable en Europa.

Pero incluso en el caso de una victoria del "sí" no pocos especialistas se preguntan si será posible la normalización del SME. Los dos países que han salido del mecanismo de cambios, Italia y Gran Bretaña, han anunciado, por supuesto, su voluntad de reincorporarse al mismo. Roma, que acaba de hacer público un programa severo de austeridad, promete su regreso con ocasión de la apertura del mercado de cambios, el próximo día 22. El ministro de Hacienda británico, Norman Lamont, condicionaba el viernes el retorno de la libra al SME a un cambio de política por parte de Alemania.

La eventual reintegración de la lira y la libra será, en cualquier caso, difícil. La crisis actual es debida a "la debilidad de las economías italiana y británica", como lo subrayaba el jueves Raymond Barre. La recuperación será larga. Además, no hay nada previsto en el marco del SME para reincorporar a los desertores ocasionales. Pero, más allá de las dificultades técnicas, la suspensión provisional de la participación de dos países importantes le puede suponer al Sistema un golpe mortal. Este, que es un "dispositivo transitorio que debe conducir a una moneda europea" -según la definición que ha recordado estos días Giscard d'Estaing-, no existe más que si funciona como un medio de imponer disciplina a sus miembros. Si existe la posibilidad de eludir las sanciones, este sistema pierde toda credibilidad. Ahora bien, en materia monetaria, la credibilidad de las instituciones es esencial.

.....

El título del editorial de The New York Times del 18.09.92 era éste: "Europa azotada por una tempestad".

La crisis monetaria europea, que ha adquirido súbitamente la forma de un huracán, se debe a los especuladores que apuestan a favor de un voto negativo en el referendun francés. Sus orígenes, sin embargo, se hallan en las tensiones que se han ido acumulando desde hace tiempo como consecuencia de la pasividad de los gobiernos. Ahora amenaza con causar daños graves a esos mismos gobiernos y a la causa de la unidad de Europa representada por el tratado de Maastricht.

A lo largo de los años, los 12 países de la Comunidad Europea se han esforzado por unir sus monedas más estrechamente. Todas las economías europeas occidentales descansan mucho sobre su comercio exterior, en especial con el que realizan con sus vecinos europeos. Si sus tipos de cambio oscilaran libremente aumentarían los riesgos y los costes de los intercambios. El Sistema Monetario Europeo, establecido en 1979, es de hecho un acuerdo dirigido a impedir que las monedas fluctúen acusadamente las unas respecto a las otras.

Como mecanismo destinado a estimular el comercio y el crecimiento económico, el SME ha sido un gran éxito. Sin embargo, en años recientes, esos 12 países han tenido unas tasas de inflación muy diferentes. Francia y algunos pequeños países del norte de Europa se han unido a Alemania para formar el grupo de países de inflación baja. El grupo de inflación elevada lo integran Gran Bretaña, Italia y otros países mediterráneos. Esto ha hecho que algunas monedas -las que sufren de una inflación alta- se devaluaran en términos de las otras. Pero el Sistema Monetario Europeo las mantuvo dentro de los tipos de cambio establecidos, y los respectivos gobiernos pudieron evitar la humillación política de una devaluación.

El tratado de Maastricht situaría decididamente a la Comunidad Europea en el camino de la moneda única. Si los electores franceses lo rechazan, se abriría la posibilidad de que toda la estructura cambiaria europea tuviera que ser renegociada. La especulación contra las monedas débiles empezó, a gran escala, la semana pasada. El lunes, el Bundesbank alemán redujo ligeramente los tipos de interés para hacer menos atractivo el DM, y esto a cambio de una muy aplazada devaluación de la lira italiana. Pero esta devaluación no fue suficiente para que los resultados fueran realmente satisfactorios. Por otra parte, en un intento de proteger la libra, el gobierno británico subió el miércoles los tipos de interés -en medio de una larga recesión-, pero al fin de la jornada se declaró vencido, decidiendo salirse pura y simplemente del mecanismo de cambios europeo.

Los gobiernos de Europa se hallan ahora tratando desesperadamente de llegar al término de la semana sin agravar todavía más las cosas. Pasados estos días, con tratado o sin él, deberán proceder a una reforma del Sistema y encontrar la manera de reconocer los valores reales de las monedas. Como mínimo, esta crisis habrá constituido un gran entorpecimiento en la marcha de una economía mundial que, incluso antes de que la tormenta empezara, crecía ya lentamente en medio de acusadas incertidumbres.

¿Especuladores?: o flotamos o nos unimos.

("The Washington Post", edit.).

En el momento en que los europeos evalúan los daños, la ola de especulación monetaria continúa azotando los mercados. Episodios como éste les resultan sumamente costosos a los gobiernos que defienden sus monedas, y entre los perdedores dejan una profunda impresión de que han sido burlados. Los especuladores no han sido nunca figuras populares. El acosado ministro de Hacienda francés observaba irritado hace un par de días que eran guillotizados durante la Revolución Francesa.

Ahora bien, el control de esas inmensas corrientes de dinero está hoy fuera del alcance de los gobiernos. Nicholas Brady, Secretario del Tesoro de Estados Unidos, estima que los fondos que se mueven a través de los mercados de divisas mundiales ascienden a cerca de un billón de dólares diarios. Esto equivale a diez veces el valor de la producción de la economía mundial.

La especulación se hace inevitable cuando los gobiernos, aún inconscientemente, crean la posibilidad de que las cosas sólo puedan ir en un sentido. Es decir, v.g., los agentes sabían hace dos semanas que la libra británica podía ser devaluada en relación con el marco alemán. Pero también sabían que no había ninguna posibilidad, en absoluto, de que la libra pudiera subir respecto al marco. Eso significaba que el agente que vendiera libras para comprar marcos no corría ningún riesgo y que, en cambio, podía ganar mucho. La mayoría de los vendedores eran gentes que no se consideraban a sí mismos especuladores, sino, simplemente, gestores prudentes de empresas o de instituciones que querían evitar todo riesgo de perder en una devaluación. Ahora bien, al vender masivamente libras hicieron que el precio de éstas bajara, con lo que los rumores de devaluación se autopropulsaron.

No era la primera vez que esto ocurría. Una especulación a escala mucho menor destruyó en 1973 el sistema de tipos de cambio fijos de la postguerra. Los primeros años 70 vieron el momento en que el capital privado implicado en las finanzas internacionales superó definitivamente las reservas de los gobiernos. A partir de entonces el dólar norteamericano ha flotado, en el sentido de que su precio ha sido establecido como resultado de las operaciones diarias del mercado y no como consecuencia de una decisión gubernamental.

Los británicos eran vulnerables porque su libra no flotaba. Gran Bretaña, en efecto, estaba comprometida a mantener su moneda próxima a un tipo de cambio fijo frente a otras monedas del Sistema Monetario Europeo. La idea -excelente idea- era estimular el comercio con otros países europeos a través de una especie de garantía de estabilidad de los tipos de cambio. Pero la conclusión de todo ello parece ser que es peligroso adoptar cualquier sistema de tipos de cambio fijos.

Ocurre que los países siguen políticas distintas y que crecen a tasas diferentes. La enorme intensidad de las olas especulativas de estas semanas parecen significar que no existe una zona de seguridad para los europeos entre la flotación -que es lo que practican estos días Gran Bretaña e Italia- y la moneda única propuesta por el tratado de Maastricht.

El fin del control de los movimientos de capital abrió las puertas al caos.

(Carl Gewirtz, en "Herald Tribune").

¿Puso Europa la carreta delante de los bueyes?. Al eliminar los controles de los movimientos de capital antes de conseguir lo que los expertos llaman "convergencia" de las políticas económicas, y muy especialmente de las políticas de los tipos de interés, ¿no abrirían los gobiernos inadvertidamente la puerta a la ola de

especulación que forzó la salida de Gran Bretaña e Italia del sistema comunitario de tipos de cambio semifijos, la semana pasada?.

Este punto de vista puede ser debatido, pero es sostenido por economistas que a finales de los años 80 advirtieron sobre la posibilidad de tales consecuencias en un momento en que la CE elaboraba los planes para la creación de un mercado único que iba a permitir la libre circulación de mercancías, servicios, capital y mano de obra a últimos de este año.

"El argumento era y es que con un sistema de tipos de cambio fijos se necesita una similitud completa de políticas", dice Charles Wyplosz, economista del INSEAD, la escuela de administración de empresas de Fontainebleau, Francia, y antiguo crítico de las acciones tendentes a la liberalización de los controles monetarios.

"Debe haber o bien una unión monetaria plena, o un control de los movimientos de capital o, simplemente, un sistema de flotación libre". No se vio claro -insiste Wyplosz- que no se puede tener un sistema de tipos de cambio fijos sin controlar los movimientos del dinero". Esto antes de la unión monetaria.

Con el acuerdo de 1988 por el que se creó el mercado único, los Estados miembros se obligaron a liberalizar los movimientos de capital. Alemania, Holanda y Dinamarca nunca tuvieron controles, y Gran Bretaña los eliminó en 1979. Francia lo hizo en 1989, Bélgica, Luxemburgo e Italia en 1990 y España a principios del año en curso. Países vecinos de la CE dispuestos a incorporarse a ésta siguieron el mismo camino, y así Suecia y Finlandia adoptaron asimismo medidas liberalizadoras en 1989 y 1990, respectivamente. Irlanda tiene previsto hacer otro tanto a finales de este año, mientras que Portugal y Grecia fueron autorizadas a quedar exentas hasta 1995. En cualquier caso, Grecia no participa en el mecanismo de cambios.

Gracias a los controles todavía vigentes en Portugal -dice Wyplosz- el escudo ha podido hasta ahora resistir la especulación que ha azotado los mercados europeos.

La actual fase de revuelo monetario empezó en Finlandia, donde se dejó que el markka flotara, con lo que su cotización bajó un 10 por ciento. La lira fue el siguiente objetivo. Después de que esta moneda fuera devaluada en un 7 por ciento fue la libra la que se situó arriba del todo de la lista de monedas sospechosas, después de lo cual una y otra moneda tuvieron que abandonar la defensa de sus cambios fijos y dejar que flotaran.

Richard Portes, director del Center for economic Policy Research, de Londres, subraya también la necesidad de controles. "O se dispone de un mecanismo con unos tipos de cambio más flexibles, que permita reajustes más frecuentes de las paridades, o se acelera el proceso hacia la unión monetaria".

El sistema actual había funcionado aceptablemente bien, últimamente, al calor de la idea de una accesión relativamente rápida a la unión monetaria y a la convergencia de las políticas y de los resultados económicos. Pero esta esperanza entró en crisis cuando se constató el peso, en Francia, de la oposición a dicho proyecto. "Al aumentar las dudas al respecto los agentes quisieron desprenderse de las monedas con más probabilidades de devaluación". Después ya fue la desbandada.

En el cuartel general de la CE, en Bruselas, un alto funcionario mostraba su desacuerdo con la tesis de los controles de los movimientos de capital. "Después de que las cosas hayan ocurrido es fácil decir que si tal o si cual. Lo que pasó fue, simplemente, que falló la confianza en los procesos de convergencia".

Lo que, en cualquier caso, parece evidente es que libertad de circulación de capitales debe ir acompañada de convergencia de las políticas económicas...

La crisis monetaria: ¿de quién es la culpa?

(Carta al director de *"The Economist"*).

Muy Sr. mío: Nos sorprendió ver que **The Economist** atribuía la crisis monetaria a una confabulación de los especuladores y a las aviesas intenciones ("sabotage") del Bundesbank (17.09.92).

Todo conduce a pensar que la gestión de los tipos de cambios es bastante fácil, siempre que las autoridades no intenten defender lo que según el mercado es un tipo de cambio desequilibrado.

Desgraciadamente, a partir de 1987 el Mecanismo de Cambios Europeo cayó en el viejo vicio de Bretton Woods de intentar evitar reajustes de las paridades incluso en los casos en que éstos eran necesarios para evitar la aparición de desequilibrios. Diferenciales de inflación hicieron que la lira y la peseta resultaran sobrevaloradas. El impacto real de la reunificación alemana no fue contrarrestado por un reajuste al alza del DM frente a todas las otras monedas del SME. Pero lo peor ("most idiotic") fue la decisión británica de elegir un tipo central sobrevalorado para la libra, cuando ésta se incorporó al Sistema. Más pronto o más tarde, las erróneas paridades resultantes tenían que llevar a una explosión. Los especuladores fueron el mecanismo más que la causa, y el principal crimen del Bundesbank fue una honestidad excesiva.

Ustedes disputan esta interpretación afirmando que las paridades erróneas ("misalignments") (la situación de la economía) ("economic fundamentals") "no fueron en absoluto" la causa. ¿En qué se basan ustedes?. Su prueba era que según el poder de compra la libra estaba bien valorada al cambio de 2'95 DM. ¿Pero qué prueba es ésta de la paridad del poder de compra?. Intenten preguntarle a su modelo macroeconómico favorito qué aspecto tendría la balanza de pagos del Reino Unido a unos tipos de cambio calculados según la paridad del poder de compra, a un nivel razonable de actividad económica. La respuesta será sin duda un déficit anual de muchos miles de millones de libras, que se alargaría además indefinidamente.

Es ese tipo de estimación, y no la que se basa en el precio de las hamburguesas McDonald ("Big Macs") en Londres y en Francfort, el que debió impresionar -como con toda seguridad lo hizo- al mercado.

Firmado: Fred Bergsten

John Williamson

Institute for International Economics Washington, DC.

El futuro del SME.

(*"Financial Times"*, edit. de 21 Sept.).

El pequeño margen a favor del tratado de Maastricht en el referendun francés debería mantener vivo el Sistema Monetario Europeo. Y esto no porque la ratificación del tratado, y menos aún el progreso hacia la unión económica y monetaria, hayan quedado asegurados, sino porque los franceses han demostrado, ni que sea a regañadientes, que existe una mayoría a favor de la cooperación europea. Sobre esta base debería poder asentarse un SME de dos niveles ("two-tier"), pero esto será así sólo si el Bundesbank muestra un mayor compromiso con el Sistema de lo que lo hizo la semana pasada.

Los acontecimientos han demostrado que un sistema de tipos de cambio semifijos tiene unos riesgos evidentes. También es clara la naturaleza de esta fragilidad. Los administradores de una moneda que se halle bajo una presión intensa no podrán salvarla nunca sólo con sus propios medios. Después de un cierto límite agotarán sus reservas. Y puesto que los que operan en el mercado conocen esta realidad, saldrán victoriosos de cualquier batalla planteada en tales términos.

La duración de los altísimos tipos de interés que a veces se necesitan para defender una moneda frágil carece de credibilidad. Resulta imposible creer que los gobiernos de muchos países fueran capaces de resistir las crisis a que tales tipos conducirían.

La credibilidad de una paridad depende, por consiguiente, de la voluntad de las autoridades de un país de defender su compromiso de establecer los tipos de interés que hagan falta durante el tiempo necesario. Pero la paridad depende todavía más de la predisposición de los responsables de la moneda más fuerte por mantener la misma paridad. Los gobiernos de Italia y de Gran Bretaña no contaron ni con una cosa ni con la otra...

El SME puede parecer ahora más firme de lo que se podía pensar hace unos días, pero no lo está del todo. Todo depende ahora, sobre todo, de Alemania. Si el Bundesbank, satisfecho de sus últimas victorias sobre italianos y británicos, demuestra que se siente absolutamente obligado a mantener la paridad del franco francés -con independencia de los efectos que ello pueda producir sobre la oferta monetaria a corto plazo de Alemania-, esa paridad se mantendrá. El Bundesbank no puede agotar nunca del todo los D-marks, dado que es el fabricante de estos pedazos de papel. Si no se obliga de este modo ninguna paridad está segura bajo la presión que los mercados de cambios están ahora en condiciones de ejercer.

Este no es sólo un problema económico, por más que el Bundesbank se esfuerce por tratar tecnocráticamente la cuestión. Nos hallamos ante un problema político. Con UME o sin UME, con Maastricht o sin Maastricht, Alemania tiene necesidad de amigos.

El Bundesbank debería estar más que contento con las victorias que ha obtenido. Ha conseguido la apreciación del DM según pretendía, con lo que conseguirá una desinflación mayor o menor, que es lo que hace tiempo buscaba. Se ha consolidado el principio de que el SME es un sistema de paridades adaptables. Por otra parte, el Bundesbank se halla ahora en una excelente posición para resistir la imposición de la UEM por parte del gobierno alemán, que ha salido debilitado de sus pasados errores políticos. Además, el SME ha

quedado definitivamente establecido en dos niveles, con pocas posibilidades de que los hermanos más débiles puedan incorporarse a la UEM, si ésta llega a crearse.

Francia no ha rechazado la alianza con Alemania. El Bundesbank haría bien con complacerse en sus laureles y devolver el favor.

Una Europa de cinco países.

(Alain Vernholes, en "Le Monde").

¿Saldrá el Sistema Monetario Europeo reconfortado de la tempestad monetaria y de la respuesta positiva dada por los franceses al referendun sobre el tratado de Maastricht?. Esta es la cuestión central que se planteará durante los próximos días y, probablemente, semanas.

Los ingleses han precisado ya su posición, nada estimulante. La libra no se reintegrará al Sistema si antes no obtienen satisfacción sobre varios puntos esenciales. No se llega a hablar de "reparación", pero la idea es esa: los alemanes nos han abandonado y han hecho más por salvar la lira y el franco francés que por correr en auxilio de la libra. Major y su ministro de Hacienda, Norman Lamont, estiman que la cooperación monetaria no funciona bien y quieren obtener seguridades a este respecto. Se trataría de reformar el SME.

Otra exigencia inglesa es que los alemanes -que son en buena parte responsables de la conmoción monetaria por sus declaraciones sobre la necesidad de devaluar algunas monedas deben cambiar no sólo de actitud sino de política económica, empezando por reducir los tipos de interés.

Es evidente que las diferencias que se manifiestan entre británicos y alemanes se han convertido en un condicionante de peso. En estas circunstancias, se hace difícil ver cómo el SME podría recuperar rápidamente la libra.

Italia, por otra parte, después de haber asegurado la semana pasada que se reintegraría al Sistema el 22 de Septiembre, hizo saber, a la salida de la reunión de los ministros de Hacienda que tuvo lugar en Washington el día 20, que "quería observar durante algún tiempo la evolución de los mercados" antes de asumir nuevamente las obligaciones anteriores.

Ahora bien, más que la desaparición o el estallido del SME lo que se está produciendo es tal vez la aparición -esta vez oficialmente- de una Europa de dos velocidades. No sólo los ministros de los Doce han confirmado sus compromisos respecto al Sistema (difícilmente podían hacer otra cosa) sino que, como ha dicho Wim Kok, ministro de Hacienda holandés, "los países que han retirado sus monedas del SME deben poner orden a sus economías y no pedir una modificación del Sistema".

Por muy estrecha que haya sido la victoria del "sí", el eje franco-alemán resistirá bien. Después de la eliminación durante la tormenta monetaria de varios países incapaces de seguir el ritmo, reaparecerá la pequeña Europa del principio, menos Italia. Es esa Europa la que debería dar nacimiento a un conjunto económico-político bien integrado, que contaría con una moneda única. Una Europa "à cinq" que podría tomar iniciativas para acelerar el proceso de unificación monetaria.

Oui... mais.

("Financial Times, edit.).

Técnicamente, el electorado francés ha ratificado el tratado de Maastricht. En realidad, lo que ha hecho ha sido salvar la Comunidad.

El tratado, en la forma concreta en que fue firmado el pasado mes de Febrero, se puede decir que ha dejado de existir. La tarea con la que se enfrentan ahora los líderes europeos es, primero, decidir qué es lo que quieren rescatar del acuerdo y, segundo, cómo hacerlo. Y no deja de ser curioso que esto es precisamente lo que querían muchos de los que propugnaron su rechazo. Pero si una mayoría de los electores franceses hubiera seguido el consejo de aquéllos, las probabilidades de salvar alguna cosa habrían sido mucho menores. Es decir, en tal caso, no sólo se hubiera debido retirar el tratado sino que mucho de lo conseguido en el pasado a favor de la integración se hubiera visto gravemente amenazado.

El tratado no sirve ya, en su forma actual, por varias razones. Primero, porque los daneses lo han rechazado ya. Estos no muestran señales de que vayan a cambiar de parecer, y aunque quisieran hacerlo no es probable que se limitaran a votar el mismo texto, inalterado. Segundo, porque el obligado abandono del SME por parte de Gran Bretaña e Italia ha mostrado que sólo los países comunitarios "centrales" podrán reunir las condiciones exigidas por los llamados criterios de convergencia. Tercero, porque en el curso de la campaña del referendun los líderes franceses han dicho cosas -tanto sobre Alemania como sobre la finalidad de la UEM- que no han podido dejar de fortalecer en este país las posiciones contrarias al proyecto.

Todo el año, pero en especial a partir del "no" danés del 2 de Junio, se ha puesto de manifiesto una revuelta de la opinión pública en toda Europa. Ni uno solo de los 12 gobiernos de la CE podría pretender hoy haber ganado popularidad o autoridad desde la firma del tratado. Al contrario, casi todos ellos han acusado retrocesos en una y otra cosa. La más significativa de las pérdidas ha sido la del gobierno del canciller Helmut Kohl, cuyas promesas de que nadie perdería nada con la reunificación, por lo menos a corto plazo, han resultado cruelmente falsas. La autoridad que hizo posible que Kohl, hace un año, impusiera un calendario para la UEM a un receloso Bundesbank ha dejado de existir.

El "sí" de Francia concede a los 12 desacreditados líderes un tiempo de respiro. Ahora bien, para uno de ellos, John Major, lo que hace es complicarle todavía más las cosas. No puede olvidar el tratado, como privadamente había tal vez pensado poder hacer. Por el contrario, como presidente actual de la Comunidad,

le corresponde a él la tarea inmediata de convocar a sus colegas para buscar una nueva manera de seguir adelante con el proyecto de Maastricht.

Les ha de reunir, por supuesto, y cuanto antes mejor. Tiene que haber una cumbre, pero el orden del día de ésta no puede ser simplemente la ratificación y la cumplimentación del tratado. Los jefes de gobierno deben ponerse de acuerdo en dejar a éste a un lado, de momento, y proceder como sus predecesores lo hicieron 42 años atrás bajo la dirección de Jean Monnet. Es decir, más que pretender apuntarse tantos los unos a costa de los demás deben reflexionar sobre lo que creen que es el interés común de todos ellos.

No debería ser demasiado difícil reconocer que todos desean que el mercado único sea una realidad. Si esto se consiguiera, muchas de las tensiones monetarias que se han producido este año podrían ser evitadas en adelante, toda vez que las condiciones económicas de una parte del mercado se extenderían inevitablemente, poco a poco, al resto, por lo que las políticas monetarias requeridas en un Estado miembro no serían tan inapropiadas para los otros.

También podrían ponerse de acuerdo en que es políticamente malo que las políticas monetarias de todos los países miembros sean dictadas, en la práctica, por las autoridades nacionales de uno de ellos. Por lo menos la cuestión podría serles planteada en estos términos a los alemanes, después de lo cual, si éstos estuvieran conformes, se les podría pedir que contribuyeran a la concepción de un sistema que evitara este estado de cosas, independientemente de que en la solución figurara o no la idea de llegar un día a la adopción de una moneda única.

Y, finalmente, los Doce podrían ponerse asimismo de acuerdo en que todos desean una comunidad o una unión que interfiera lo menos posible en los asuntos internos de los países miembros y que defienda los intereses comunes de todos ellos de una manera eficaz frente a terceros, y esto bajo una supervisión democrática. Por este camino tal vez llegaran a concebir un tratado no muy distinto del de Maastricht, pero más sencillo, más coherente y, sobre todo, más entendedor para que los pueblos de Europa pudieran comprenderlo y aceptarlo.

Mientras tanto, los líderes tienen mucho en qué ocuparse, especialmente en perfeccionar y terminar la Ronda Uruguay, así como en ofrecer su colaboración a los países del Este de Europa antes de que alguno de ellos siga a Yugoslavia en su caída al abismo.

Los peligros del "no".

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "Le Monde" de 21 de Agosto. Su autor es Edouard Balladur, diputado del RPR por París y ex-ministro de Economía y Hacienda.

Los franceses deben pronunciarse sobre el tratado de Maastricht. Se trata de una decisión difícil porque no se sabe muy bien lo que está en juego. Muchos quieren votar "no" menos a causa del contenido del tratado

que por el temor de que un "sí" significaría apoyar a los socialistas. Otros muchos, en cambio, quieren votar "sí" -aunque sean conscientes de los defectos o de las lagunas del tratado- porque desean manifestar su confianza en el futuro y porque piensan que el rechazo de la Unión Europea sería como rechazar ese futuro.

Yo soy de estos últimos. Los peligros de un rechazo me parecen mayores que los de la aprobación. Pienso que si el tratado es aprobado será posible darle consistencia al mismo -aunque sea todavía impreciso sobre numerosos puntos- y mejorarlo en provecho de Francia. Para conseguirlo, nuestros gobernantes podrán utilizar todos los instrumentos y todos los medios previstos por el tratado. Este no es en absoluto algo rígido sino un marco que permite todas las variantes.

Después de Maastricht, lo mismo que antes, Francia continuará existiendo como nación. No será reducida al estatuto de simple región en el seno de un nuevo Estado federal europeo, cuya aparición excluye el mismo tratado. No puede pretenderse que la Unión Económica y Monetaria vaya a conducir a un Estado federal fuertemente centralizado, mientras que, contrariamente a lo que se había dicho en un principio, nadie puede predecir las formas y los plazos necesarios para el establecimiento de una moneda europea.

La creación de esta moneda no tendrá nada de automático sino que requerirá la conformidad de nuestro país dentro de cinco o siete años. Las paridades monetarias, por otra parte, serán fijadas por unanimidad. Además, cada Estado conservará el control de su política presupuestaria y fiscal dentro de unos límites que no serán más estrechos que los que hay en el seno del Sistema Monetario Europeo.

Por consiguiente, la creación de la UEM no significa la renuncia a toda ambición, a toda influencia, ni la renuncia del Estado a gobernarse a sí mismo. También es falso que una moneda europea fuerte conduciría a una política recesionista. Alemania ha demostrado lo contrario desde hace treinta años. En cualquier caso, con una moneda europea o sin ella, los Estados europeos se verán obligados a reducir los enormes déficit presupuestarios que han dejado aparecer estos últimos años, sin por ello haber conseguido un crecimiento sólido y duradero.

Tampoco se puede decir, porque es inexacto, que una política monetaria común llevaría a un empeoramiento del desempleo. Lo que sí es cierto, en cambio, es que el estancamiento y el paro actuales son el resultado, en buena parte, de los tipos de interés elevados, debidos a la política solitaria del Bundesbank, a la que se alinean los otros países, entre ellos el nuestro. La Unión Económica y Monetaria tendrá precisamente por objeto someter a reglas decididas en común por los Estados miembros de la CE la fijación de los tipos de interés.

Aquellos que se sienten tentados a votar "no" deberían reflexionar sobre los riesgos que acompañarían a tal decisión. Riesgos para Europa, sin duda. Por supuesto, si Maastricht fuera rechazado, el Tratado de Roma, el acuerdo sobre el Sistema Monetario Europeo, el Acta Unica, el tratado sobre la Unión de la Europa Occidental, continuarían en vigor. ¿Pero quién puede pensar que las cosas seguirían como si nada hubiera ocurrido?. En vez de un nuevo progreso de Europa es un retroceso lo que podría iniciarse. Los Estados europeos, ¿continuarían aceptando las disciplinas comunes necesarias?. El edificio entero europeo se vería afectado.

Todo el mundo ve las dificultades que la Comunidad Europea tiene para decidir cómo actuar ante el conflicto yugoslavo, cómo definir ante el mismo una posición común. El tratado de Maastricht establece mecanismos que podrían ser útiles en ese tipo de situaciones. Si el tratado fuera rechazado podría descartarse toda posibilidad de llevar a cabo actuaciones conjuntas. Nuestros países, todos y cada uno de ellos, se verían debilitados en el plano internacional. El problema yugoslavo, lejos de demostrar la inutilidad de la Unión Europea, pone en evidencia, por el contrario, que la unión es indispensable si los Doce no quieren seguir dependiendo de otros, es decir, de Estados Unidos.

Se nos dice que el rechazo no tendría gravedad, toda vez que podría negociarse un nuevo tratado sobre bases nuevas. ¿Quién estaría dispuesto a ello?. ¿Quién puede asegurar que Alemania -país que se pregunta sobre las consecuencias que tendría para él el abandono de su moneda- se prestaría a negociar un nuevo acuerdo?. La Alemania de hoy no tiene necesidad ni de la Unión Monetaria ni de un banco central europeo para imponer su política monetaria al resto de Europa y para ser el interlocutor de los Estados Unidos y de Japón. Lo más probable es que asistiéramos a la descomposición de la ambición europea y que, frente a Norteamérica, Europa debiera abandonar toda esperanza de una verdadera independencia.

Riesgos, también, para Francia. Es Francia la que ha asegurado el progreso de Europa desde el origen, al reconciliarse con Alemania. Hoy, su prosperidad depende de la cohesión económica de Europa y su seguridad de la cohesión política y militar de ésta. Francia no puede estar sola. Su futuro depende de su asociación con sus vecinos.

El rechazo del tratado no hará que Francia sea más libre. Permitirá, simplemente, que Alemania actúe más a su aire, sin preocuparse ni de sus vecinos ni de sus consocios, sin verse limitada por regla alguna europea común en su papel de potencia militar, económica, financiera y monetaria dominante, en el centro del continente.

También ahí, se nos dice, habría soluciones substitutorias. Se podría crear una gran zona de librecambio que pondría fin a la burocracia de Bruselas. Pero el poder de esta burocracia se debe esencialmente a la apatía de los Estados, que no utilizan los medios que los tratados les ofrecen para afirmar su papel. Y por lo que se refiere a esa gran zona de libre comercio, dejaría a los países europeos aislados frente a la presión económica de Estados Unidos y de Japón. En el seno de esta zona, Alemania constituiría, por su propio peso, el núcleo central alrededor del cual gravitarían todos los otros países. ¿Es esto lo que interesa a Francia?.

Se nos dice igualmente que Francia podría ver su seguridad garantizada por un pacto europeo en el que figuraría Rusia y el cual garantizaría la estabilidad del continente. ¿Pero es realista imaginar la conclusión de una alianza con un país con tantos interrogantes y de un futuro tan incierto como Rusia?. ¿No sería una alternativa más plausible, en caso de disolución de la Unión Europea, una alianza germano-americana sobre la que se asentaría en el futuro la seguridad del Viejo Continente?. ¿Es ese el interés de Francia?. ¿Es así como ésta contaría más?.

Para nuestro país, la elección es clara: o representa cómo es debido el papel que le corresponde en el seno de una cooperación política, económica y militar europea, o Europa, fragmentada, queda marginada a merced de las relaciones que puedan establecer Alemania y Estados Unidos. Este es el problema para nuestro país.

Repitémoslo: este tratado no es algo rígido, no conduce a una federación, no constituye un compromiso irremediable hacia un futuro peligroso. Por el contrario, constituye un marco general para la evolución de los países europeos y el fortalecimiento de su cooperación. Deja abiertas todas las perspectivas.

La Unión Europea es el último intento de los países europeos de recuperar en el mundo una fuerza y una influencia perdidas después de la guerra, así como de afirmar su plena independencia económica y militar. Votar "sí" significa tener confianza en el futuro, confianza en la capacidad de consolidación de nuestro País.

El camino de Europa hacia la servidumbre.

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "The Wall Street Journal" de 14/15 de Agosto. Su autor es Robert J. Barro, profesor de Economía de Harvard.

Las encuestas de opinión en Europa muestran una creciente oposición al tratado de Maastricht y, por consiguiente, a la unificación europea. Esta oposición es comprensible porque las ideas del tratado por lo que a la futura integración económica se refiere -incluyendo la coordinación de las políticas fiscales para facilitar la adopción de una moneda única- pueden ser contempladas como nuevos pasos hacia un gobierno europeo centralizado. No puede sorprender que tal proceso sea del agrado, principalmente, de los partidarios de un gobierno centralizado e intervencionista.

Francia, que se enfrenta con un referendun en Septiembre, es un buen ejemplo de ello. En ese país la gran mayoría de los seguidores socialistas del presidente Mitterrand se muestra a favor del tratado de Maastricht, mientras que más de la mitad de los que votan al partido neo-gaullista de Jacques Chirac se oponen al acuerdo.

Algunos economistas sostienen que la unificación monetaria es eficaz. Una moneda única, se dice, elimina los costes de las transacciones, así como las incertidumbres implícitas en los cambios de las monedas. Desde este punto de vista, el argumento a favor de una sola moneda se parece a que puede utilizarse en defensa de un idioma común.

La adopción de una lengua única (esperemos que el inglés) eliminaría los costes de traducción. De la misma manera, el ahorro en los costes de las operaciones de cambio sería de hecho mucho más substancial que el generado por cualquier acción hacia una moneda común. Observamos, sin embargo, que pequeñas naciones están dispuestas a soportar elevados costes para el mantenimiento o la promoción de sus idiomas peculiares, como es el caso del catalán en Cataluña (bien promovido recientemente con ocasión de los Juegos Olímpicos de Barcelona), o del francés en Quebec. Esta predisposición muestra que grupos de gentes con un legado común conceden una gran importancia al hecho de tener una lengua propia. Satisfacciones mucho menores proporcionadas por monedas individuales serían suficientes para compensar el ahorro de costes de las operaciones de cambios que se obtendría de la adopción de una moneda única.

Desgraciadamente, el principal argumento que los economistas han ofrecido contra la unificación monetaria (y, análogamente, contra un régimen de tipos de cambio fijos sin control de los movimientos de capital) es el keynesiano que subraya las ventajas de unas políticas monetarias independientes. Un país que sufre una recesión valorará positivamente, con toda probabilidad, la posibilidad de imprimir mucho dinero para estimular la economía. Pero resulta que la unificación monetaria elimina esta opción. Según tal argumento, el estado norteamericano de Massachusetts habría resultado muy beneficiado, a finales de los años 80, si hubiera podido imprimir billetes propios (probablemente sin la efigie del gobernador Dukakis en ellos) como medio para corregir una economía deprimida.

Un análisis más serio de la situación de Massachusetts sugiere que hay factores reales involucrados -cambios en la industria (con el declive de la defensa y de la informática), elevados impuestos estatales, crisis de la economía nacional- y que la creación de dinero no serviría para nada útil. Más generalmente, los economistas han reconocido que la principal función de la política monetaria es proporcionar un marco básico

para la economía y no tratar de corregir ("fine tune") el ciclo. Esta concepción indica que las ventajas de unas políticas monetarias independientes serían, en el mejor de los casos, menores de lo que se ha podido pensar.

Una crítica más importante de la unificación monetaria es que contribuye a la centralización general del poder. Representa una limitación de la identidad nacional que podría repercutir en la lengua, en la cultura, en la renta *per cápita*, en la amplitud de la actividad del sector público, etc. El atractivo de una moneda única es parecido al atractivo superficial de la planificación central. Se cree que una autoridad monetaria única eliminaría los costes innecesarios de la conversión de las monedas, de la misma forma que se piensa que el planificador central eliminaría las duplicaciones onerosas de la competencia del mercado. En ambas situaciones se exageran las ventajas de la planificación central, al tiempo que se subestiman los beneficios de la competencia.

Los partidarios de un gobierno central fuerte sostienen a veces que las políticas descoordinadas de los gobiernos individuales conducen al "caos" (v.g., esto es lo que puede ocurrir con los 50 estados de la Unión, en Norteamérica, frente al gobierno federal). Tales argumentos han sido utilizados para racionalizar y hacer avanzar la idea de la centralización del poder en Estados Unidos. Esta concentración del poder hace que desaparezcan las ventajas de la competencia entre gobiernos y excluye la sana confrontación entre la acción pública y las preferencias de los residentes de los estados individuales.

El gobierno de cada estado, por ejemplo, puede elegir diferentes niveles de gasto en educación y política asistencial, actuaciones diferentes en materia de drogas y de delincuencia y -si el Tribunal Supremo lo autoriza- normas diferentes sobre el aborto. El caos aparente que surge de esta diversidad no debería considerarse como algo negativo, sino como el resultado de proporcionar a la gente de los diferentes estados la política que éstos desean.

La cuestión básica, mal comprendida, es la dimensión óptima de un país individual y, como materia afín, el margen óptimo de aplicación de una lengua o de una moneda. La observación empírica sugiere la desabilidad de evitar las dos posibilidades extremas: un gobierno universal único con un idioma y una moneda, y la proliferación de miles de países, cada uno de ellos con su propio medio de expresión y de cambio. Las lenguas y las monedas no serían muy útiles si cada persona utilizara sus medios propios, pero también se puede dudar de la bondad de una coordinación plena.

Los países grandes pueden conseguir las ventajas de los menores costes de los bienes públicos, y un lenguaje común y una moneda son dos ejemplos de estas ventajas. En cambio, los costes de los países más grandes incluyen el mayor potencial de poder monopolístico promovido por el Estado, así como las probabilidades decrecientes de que las decisiones centralizadas sean compensadas por la satisfacción de necesidades diferentes de unos ciudadanos más diversificados.

En algunos casos, los resultados podrían ser mejores si los países fueran siendo menores y si las políticas gubernamentales se adaptaran a las características de las respectivas poblaciones. Tales argumentos pueden servir para racionalizar los tipos de secesión que se han popularizado recientemente, aunque el proceso de separación suponga a veces violencia y otros costes. Estos costes pueden ser atribuidos ahora al acto de secesión, pero también pueden ser contabilizados como partidas del debe de unificaciones erróneas -formas de integración forzada- que tuvieron lugar en el pasado. Un inconveniente de la unificación excesiva -como son los planes actuales para aproximar más a los países europeos- el elevado coste de disolver estos lazos más adelante.

Lo mismo puede decirse respecto a varias organizaciones internacionales que se esfuerzan por desempeñar a cabo funciones gubernamentales que sobrepasan las fronteras de un país individual. Las Naciones Unidas, por ejemplo, tratan de llevar a cabo algunas funciones de gobierno mundial, y algunos

observadores piensan que esto sería deseable si este tipo de instituciones adoptara decisiones globales sobre, v.g., el medio ambiente, la producción de energía, la redistribución de la renta entre países ricos y pobres, opciones sobre paz y guerra, etc. Si una moneda común europea es una buena idea, ¿por qué no ir más allá hacia una moneda mundial administrada por un banco central ubicado en la ONU?.

Antes de lanzarnos por este camino deberíamos meditar acerca de lo bien o de lo mal que las Naciones Unidas han llevado a cabo las funciones que en la actualidad les corresponden. En tal caso nos sentiríamos probablemente preocupados, por ejemplo, por las informaciones del New York Times según las cuales el Secretario General de la ONU ha dicho recientemente que los problemas de Yugoslavia no son prioritarios porque se trata de "una guerra entre ricos" ("a rich man's war").

En la defensa de las Naciones Unidas, al igual que en la defensa de la unificación europea, los argumentos son similares a los empleados en la defensa del socialismo, pero aquí expresados a escala global. Los abogados de una limitación del poder del Estado deberían sentirse preocupados, por consiguiente, por unas políticas que tienden a incrementar el poder de las Naciones Unidas y de instituciones similares. Lo que resulta sorprendente es que la mayor aportación reciente a favor de este poder haya procedido del presidente Bush por su utilización efectiva de las Naciones Unidas durante la Guerra del Golfo. Debemos pensar que el presidente no quiso con ello contribuir al fomento del socialismo mundial.

Mientras tanto, en Rusia...

(Peter Norman, en *"Financial Times"*)

El revuelo, la semana pasada, en los mercados europeos, fue realmente espectacular. Ahora bien, en la escala de Richter, los reajustes obligados del Sistema Monetario Europeo y las graves decisiones sobre la salida de la libra y de la lira del mecanismo de cambios apenas son nada comparados con la crisis económica que aflige a Rusia.

Los ministros de Hacienda del Grupo de los Siete tuvieron la ocasión de oír algo al respecto cuando Alexander Shokhin, viceprimer ministro ruso para asuntos exteriores, acompañado de varios altos cargos de su país, se incorporó a la reunión que aquéllos celebraban en Washington.

Con todo, si quieren disponer de una información completa sobre los alarmantes problemas de la antigua república soviética, los gobiernos occidentales harían bien en leer el nuevo estudio sobre la economía rusa elaborado por el Banco Mundial, informe que ha de ser hecho público esta misma semana.

El estudio, de más de 300 páginas, con apéndices técnicos y estadísticas, está perfectamente actualizado. Rusia no adquirió la condición de miembro del Banco Mundial más que el pasado mes de Junio. El informe recoge la evolución de la situación a partir de entonces y fue discutido con las autoridades rusas en Moscú a principios de este mes.

Lo que queda claro es que la antigua república soviética se enfrenta con problemas de proporciones casi inconmensurables y que todo indica que las condiciones van a seguir empeorando, y no lo contrario.

La inflación, este año, puede moverse alrededor del 1500 por ciento, mucho más que en cualquiera de los otros antiguos países socialistas en curso de reforma. Polonia, por ejemplo, tuvo una tasa de inflación del 250 por ciento en 1990.

La producción, en términos reales, se ha reducido entre el 30 y el 40 por ciento desde 1989, según las estimaciones del Banco. La caída de la producción, sólo en los últimos 12 meses, ha sido del 15 por ciento, aproximadamente.

El volumen de la importación ha disminuido enormemente -el 50 por ciento el año pasado- y el Banco espera una reducción adicional de alrededor del 20 por ciento este año. Las exportaciones, por otra parte, podrían disminuir en el año en curso y no superar la mitad de lo que fueron en 1990. Las exportaciones de petróleo, que bajaron un 50 por ciento el año pasado, se espera que sufran una nueva reducción en 1992, reducción que podría alcanzar el 11 por ciento en volumen.

Las advertencias del informe son desoladoras. "Se han producido errores y pasos en falso y puede esperarse que se produzcan más aún". La cumplimentación de las reformas estructurales e institucionales se ha hecho a un ritmo muy lento. Existe el peligro de que los gestores de las políticas fiscal y monetaria "no puedan resistir las presiones a favor de un menor rigor".

"Los riesgos son inmensos", incluyendo "un deslizamiento hacia la hiperinflación, o una disminución de la producción hasta alcanzar niveles insostenibles, o ambas cosas, todo ello acompañado de las correspondientes implicaciones políticas que resultarían del fracaso de la reforma económica". Además, dice el Banco, "el gobierno está llegando a un punto en que su compromiso con la reforma va a ser puesto a prueba" dado que no queda ya espacio para unos ajustes relativamente indoloros.

Con todo, no todas las dificultades administrativas se deben a los rusos. A lo largo del informe hay más de una alusión al hecho de que la coordinación de los países industriales por lo que a ayuda técnica se refiere, por ejemplo, no ha sido todo lo buena que debiera haber sido.

Los Siete Grandes adoptaron el mismo sábado decisiones encaminadas a resolver este problema instruyendo al Banco Mundial para que cree un grupo especial encargado de vigilar la ayuda técnica -bilateral y multilateral- a Rusia.

Hasta ahora, según subraya el Banco, el pueblo ruso ha soportado las dificultades con una paciencia admirable. Esto se debe en parte al hecho de que los salarios reales se han mantenido a un buen nivel a pesar de la elevada inflación. Este nivel es, aproximadamente, el de 1987.

Otra razón es que el empleo bajó sólo alrededor del 1 por ciento el año pasado. Ahora bien, la próxima fase del proceso de reforma deberá enfrentarse con el problema de la mano de obra y de la reestructuración industrial, lo que significará un fuerte aumento del paro y el cierre de no pocas plantas. Son 3 ó 4 millones las personas que van a perder el empleo en un año, razón por la cual el Banco insiste en que debe darse absoluta prioridad al establecimiento de una red de seguridad social.

El informe no puede ocultar un profundo escepticismo por lo que se refiere a la capacidad del Estado central de evitar que los programas no lleguen a realizarse. "Se necesita un gran esfuerzo para desarrollar una capacidad de gobierno que haga posible la aplicación de la política económica".

Mientras tanto, los países acreedores occidentales deberán aceptar delicados compromisos. Por ejemplo, el informe advierte que la consecución de una tasa de inflación menor exigirá más tiempo de lo que se había previsto.

El problema será encontrar el punto justo de compromiso. Lady Thatcher, la antigua primer ministro británica, se dirigió a los Siete Grandes pidiéndoles que no fueran excesivamente duros con Rusia. La población rusa se estaba enfrentando con una situación que los occidentales no han conocido jamás. Si sus esfuerzos para crear una sociedad libre terminaran en el caos, "abandonarán la democracia y se restablecerá la dictadura".

Una posición distinta ha sido la mantenida por Horst Schulmann, director ejecutivo del Institute for International Finance, una organización con sede en Washington financiada por los bancos comerciales y destinada a vigilar la situación de la deuda de los Estados. Schulmann se ha dirigido al Club de París para pedirle que no renegocie la deuda exterior de Rusia sin asegurarse antes de la mejora de las políticas económica y financiera de este país.

Es grande la importancia de encontrar una solución para los problemas de la deuda exterior rusa. El informe del Banco Mundial estima que este país necesitará movilizar unos 20 m.m. de dólares anuales de recursos financieros exteriores, en los próximos años, para respaldar las reformas. Las necesidades financieras externas se sitúan para 1992 en 23 m.m., y en otro tanto para 1993.

Alrededor de las dos terceras partes de esas sumas procederán, bien de programas de ayuda bilateral, bien de instituciones multilaterales tales como el Banco Mundial o el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo. Aplazamientos y renegociaciones del servicio de la deuda rusa proporcionaran el resto, según se espera.

Compromiso en la Suecia capitalista.

("Le Monde". edit.)

He ahí un giro "histórico" de la política sueca. Por vez primera, los socialdemócratas de la oposición y los conservadores -que en el presente dominan la coalición que ocupa el poder- acaban de ponerse de acuerdo sobre un plan de austeridad no menos histórico, toda vez que hace trizas algunos elementos del Estado del bienestar. Las pensiones, el seguro de enfermedad, los subsidios familiares, los gastos sociales son corregidos a la baja. Los presupuestos de defensa, de la ayuda al tercer mundo, son reducidos. Lo mismo ocurre con los muy generosos préstamos para estudios, que servían con frecuencia para la compra de un automóvil o de una embarcación de placer.

Para los suecos, superprotegidos y acostumbrados a vivir bien -incluso en períodos de recesión- estas medidas, presentadas el 20 de Septiembre, constituyen un electrochoque. Pero apenas podía hacerse otra

cosa. Un país no puede continuar indefinidamente viviendo por encima de sus medios, sobre todo si es candidato a la condición de miembro de la Comunidad Europea. Y para hacer economías substanciales y duraderas no existen otras soluciones que actuar contra el mismo núcleo central de un sector público pletórico y de un sistema social caro en el que no pocos vieron un modelo.

La situación económica se había agravado de repente la pasada semana. Para hacer frente a la especulación contra la corona, afectada por la convulsión monetaria europea, el banco central había tenido que aumentar momentáneamente hasta el 500% su tipo de interés marginal. Por supuesto, se ha evitado una devaluación, pero los medios financieros seguían dudando y querían ante todo ver de cerca este programa de austeridad, anunciado desde hacía meses pero que se retrasaba en exceso. Ahora deben estar tranquilos.

Gran adversario del Estado del bienestar, que considera "paralizante", el primer ministro conservador, Carl Bildt (minoritario), no podía hacer adoptar su plan en el Parlamento sin la ayuda de los socialdemócratas de Ingar Carlsson, es decir, del "enemigo hereditario". Y lo que parecía totalmente impensable antes del verano acaba de realizarse. Para defender a una economía enferma los "rojos" y los "azules" han hecho causa común a cambio de ciertos compromisos. Políticamente, este acuerdo inédito debe haber contrariado a militantes de los dos campos, más bien acostumbrados a los duelos encarnizados entre sus respectivos partidos.

Guardianes del templo de la sociedad del bienestar, los socialdemócratas habían preferido hasta el presente negociar con "burgueses" más moderados como los centristas (ex-agrarios) o los liberales. El hecho de que no rechacen ya la mano que les han tendido aquellos a quienes señalaban como reaccionarios peligrosos constituye un testimonio por su parte de un realismo político nuevo. Y aunque en la oposición -donde nunca les ha gustado estar-, hélos ahí de nuevo en escena.

Se trata también de una buena operación para Carl Bildt. Su gobierno es minoritario, pero sigue en el poder. Debe haber pensado, sin duda, en la hábil estrategia de su vecino danés, Poul Schlüter (todavía más minoritario), que se ha entendido regularmente en el Parlamento con la oposición de izquierda. Y no le han ido mal las cosas a Schlüter: está en el poder desde hace exactamente diez años, y los socialdemócratas no saben demasiado bien cómo desalojarle de él.

EE.UU.: el crecimiento exigirá sacrificios.

*(*The Washington Post*, edit.)*

Bill Clinton y los demócratas están en lo cierto en una cosa: el estado de la economía norteamericana debe ser un punto central de la actual campaña electoral. La producción y el número de puestos de trabajo se hallan ahora ligeramente por encima de lo que eran en el momento en que Bush se hizo cargo de la presidencia, pero no ha seguido el persistente ritmo de crecimiento de la población. Esta es la razón de que el paro sea mayor y de que producción *per cápita* sea menor que entonces. La verdadera causa de las preocupaciones presentes no es la recesión, que terminó hace más de un año, sino la lentitud extrema y la incertidumbre de la recuperación.

Los problemas a este respecto no empezaron con Bush, ni siquiera con Ronald Reagan. El país ha estado en una vía de crecimiento cada vez más lento desde hace dos décadas. Los motivos de ello son mucho más profundos que los enfrentamientos entre la Casa Blanca y el Congreso a los que con frecuencia alude el presidente Bush. Uno de tales motivos fue el fin de la era del petróleo barato. Otro, más importante, fue el término del dominio norteamericano en la economía mundial y de la estabilidad del dólar. Otro motivo del lento crecimiento ha sido una evolución económica que sitúa las oportunidades en unos niveles de tecnología y de sofisticación que millones de norteamericanos deficientemente formados no pueden alcanzar. Esto no va a corregirse de la noche a la mañana, ni será hecho sin sacrificio.

Los demócratas están también acertados cuando subrayan la urgente necesidad de unas mayores inversiones en el país. Tienen razón al definir la inversión en un sentido amplio de forma que incluya la formación y la investigación tecnológica, además de las máquinas y de las fábricas. Sin embargo, guardan silencio sobre una verdad fundamental: el dinero para esa inversión sólo puede proceder de un sitio: del consumo. Los demócratas estuvieron elocuentes cuando, en su reciente convención, hablaron de los esfuerzos que han de realizar las familias de rentas medias para mantener su nivel de vida en medio de una economía en crisis. Sin embargo, el caso es que nadie, de un partido o de otro, parece estar dispuesto a decirle a la gente algo políticamente tan difícil como es que el nivel de vida deberá reducirse un poco, probablemente durante algunos años, si se quieren obtener los recursos para las inversiones necesarias.

El país podría repetir con los demócratas el error que cometió hace 12 años con los republicanos. Los norteamericanos se acordaron entonces del rápido crecimiento de los años 60 y se mostraron irritados por los malos resultados de los años 70. Pidieron un rápido restablecimiento de la situación y Reagan respondió de la forma más placentera imaginable: con un enorme recorte de impuestos. Esto dio lugar a un gran aumento del consumo, seguido del presente estancamiento. Ahora deben pagarse las deudas de los 80, se han de equilibrar las cuentas y se ha de hacer frente a la puesta al día de las infraestructuras, tanto tiempo abandonadas. Será un trabajo largo y duro, pero éste es el precio de volver al camino del crecimiento rápido. Es posible que ese tipo de sacrificio no fuera un tema oportuno para ser planteado en medio de la euforia de una convención. Pero sin duda será una preocupación prioritaria -probablemente la preocupación prioritaria- del presidente que se elija en Noviembre .

Cómo los bloques regionales pueden perjudicar al comercio internacional.

(Martin Wolf, en "Financial Times")

En su reciente reunión de Munich, los líderes del grupo de los Siete Grandes países industriales fueron incapaces de impulsar las negociaciones de la Ronda Uruguay. Tanto es así que algunas voces, sobre todo en Estados Unidos, proclaman abiertamente que "el multilateralismo global ha muerto" y que "bienvenidos sean los arreglos comerciales regionales".

Sin embargo, no está nada claro que los bloques regionales convengan a aquellos que los crean. Y menos claro aún es que los arreglos regionales sean una alternativa válida al sistema multilateral global. No parece

que sea éste el caso, y uno pensaría más bien que lo que hace el regionalismo comercial es subrayar y potenciar los méritos del multilateralismo.

Lo que es evidente es la importancia progresiva de la discriminación regional. El último estudio del Banco Mundial sobre las perspectivas de la economía global muestra que el 41'4 por ciento del comercio mundial tuvo lugar en 1988 en el marco de arreglos regionales, y que otro 4'9 por ciento de dicho comercio lo hizo en el marco de nuevos arreglos, tales como los que existen entre la CE y el Este europeo o entre Estados Unidos y Méjico⁽¹⁾.

Pero incluso en el caso de que se excluya el comercio interno de la Comunidad Europea por considerarlo como comercio que tiene lugar dentro de un solo país, no menos de un 24'8 por ciento de los intercambios mundiales se realizan en el marco de bloques de países, y un 6'3 por ciento adicional en el de bloques potenciales.

Si los bloques regionales son o no interesantes para los que participan en ellos depende de la medida en que suponen creación de comercio, como algo distinto de lo que es desviación del mismo. Se crea comercio cuando productores internos de elevados costes son substituidos por productores de costes bajos en el interlocutor regional. El comercio, simplemente, se desvía cuando los suministradores exteriores de costes bajos son substituidos por proveedores de costes elevados en el consocio regional.

No se pueden establecer reglas *a priori* para determinar cuando un arreglo dado generará comercio y no una desviación perjudicial del mismo. Como señala un distinguido economista internacional, Jagdish Bhagwati, la proximidad geográfica no es condición suficiente⁽²⁾.

Pero tanto si los arreglos regionales benefician a sus participantes como si no, el comercio entre bloques no puede ser una alternativa al multilateralismo. La única área del globo en la que el comercio intrarregional ha parecido resultar una estrategia positiva ha sido el occidente europeo, donde varios países de dimensión media y pequeña intercambian entre ellos las tres cuartas partes de sus exportaciones. En Norteamérica y Asia, en cambio, los mercados de fuera de la región suponen alrededor de las dos terceras partes del total de las exportaciones. Sacrificar tales mercados a los regionales sería una locura.

Por otra parte, no sólo es muy importante el comercio multilateral sino que el aumento del regionalismo hace que las reglas globales sean todavía más esenciales.

Como observa el profesor Bhagwati, nuevas formas de protección tales como el antidumping y las limitaciones voluntarias de la exportación, así como la utilización con fines proteccionistas de las exigencias de calidad o técnicas locales, hacen que la diversión comercial sea más probable. Se necesitan disciplinas globales, por consiguiente, para hacer posible que los arreglos regionales sean menos onerosos, no sólo para terceros países sino incluso para los propios participantes.

¿Se verá el globalismo perjudicado por el regionalismo?. Un estudio reciente sobre este último elaborado por el Fondo Monetario Internacional sostiene que "pasado un cierto punto, un regionalismo excesivo entorpecería el sistema de comercio internacional y lo haría inoperante"⁽³⁾. Si los autores están en lo cierto,

(1) *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, World Bank, 1992.

(2) Jagdish Bhagwati. *Regionalism and Multilateralism: and Overview*. Columbia University. Documento de trabajo, núm. 603.

(3) Augusto de la Torre y Margaret R. Kelly: *Regional Trade Arrangements*. Occasional paper 93. Fondo Monetario Internacional.

el regionalismo aumenta la necesidad del multilateralismo, pero al mismo tiempo lo debilita. No hay motivo alguno para celebrarlo.

Mirando más allá de la crisis europea.

(*The Economist*).

Las reuniones financieras internacionales suscitan siempre más expectación y son más entretenidas cuando hay una crisis concreta de la que salir. Desde este punto de vista, la reunión de este año del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial -cuyos encuentros preliminares habrán empezado el 17 de Septiembre en Washington- debería constituir una gran juerga. Los presentes serán los ministros de Hacienda y los gobernadores de los 168 países miembros; y con el SME en curso de descomposición y los países de la CE sumidos en las mayores incertidumbres como consecuencia de Maastricht, los ministros y gobernadores europeos deberían ser los principales animadores.

Como preparación del debate, el FMI ha publicado uno de sus informes de coyuntura bianuales, es decir, su último "World Economic Outlook". El Fondo, al igual que la mayoría de los pronosticadores, ha cosechado más bien fracasos últimamente. Hace un año predijo que el crecimiento del PIB en el mundo industrial sería, como promedio, del 1'3% en 1991 y del 2'8% en 1992. Ahora dice que el crecimiento del año en curso será sólo del 1'7%. Para 1993, con todo, predice un sólido 2'9%.

La recuperación parece estar siempre "a la vuelta de la esquina", pero los economistas no saben de qué esquina se trata. La verdad es que los modelos económicos habituales, contruidos con datos de pasadas experiencias, son poco útiles para predecir el impacto que ejercen sobre las economías las caídas de los precios de los activos y una deuda generalizada y sin precedentes.

Y lo que es peor, dado que el pronóstico del FMI no ha podido tener en cuenta la convulsión monetaria de Europa -que amenaza con minar todavía más la confianza de empresas y de consumidores- las estimaciones de aquél resultan ya anticuadas. Incluso antes de los acontecimientos más recientes el FMI había pronosticado para la CE un crecimiento de sólo 1'4% para 1992 y del 2'3% para 1993. Pese a ello, sin embargo, las autoridades de todo el globo utilizarán las estimaciones del FMI, con independencia de sus defectos, como base para debates y decisiones.

Si los países europeos no son capaces de mantener intacto el mecanismo de cambios, la recuperación de Norteamérica y de Japón resultará todavía más esencial para asegurar la salud económica del mundo. El Fondo se siente optimista respecto a Japón. Es cierto que la última estimación del banco central de este país mostraba que la confianza de las empresas había descendido a su nivel más bajo desde 1974, pero esta información es anterior al anuncio de una asignación presupuestaria de 10'7 billones de yens (87 m.m. de dólares, equivalentes al 24% del PIB) destinada a estimular la economía. EL FMI cree que esta medida acelerará la expansión de Japón en casi el 1% a lo largo de los próximos 12 meses, y que el crecimiento alcanzará el 3'8% en 1993.

El FMI, por su parte, sostiene que no se necesitan más recortes de los tipos de interés en Estados Unidos, y que el crecimiento en este país aumentará del 1'9% este año al 3'1% el año próximo. Hasta hace poco, la alarmante debilidad del dólar parecía que iba a ser el tema central de las conversaciones de Washington. Este problema hoy parece haberse desvanecido. El dólar subió a 1'51 DM el 16 de Septiembre, frente a 1'39 una semana antes. Dos circunstancias explican esta recuperación. Primero, los comentarios de Wayne Angell, uno de los gobernadores de la Reserva Federal, según el cual el dólar estaba absurdamente subvalorado, cosa que todavía es verdad. Segundo, el inesperado recorte de los tipos de interés alemanes, el 14 de Septiembre, el primero en casi cinco años.

La recomendación más importante del FMI, una vez más, es que los gobiernos deben reducir sus déficit presupuestarios. El fracaso en este terreno en los años 80 es la mayor razón de que los gobiernos de los países industriales se vean hoy incapacitados para utilizar la política fiscal de cara a la recuperación. Además, los grandes déficit públicos mantienen los tipos de interés a largo plazo más elevados de lo que serían en otro caso, con lo que se impide que las reducciones de los tipos a corto plazo produzcan los efectos deseados. Algunos países registran déficit todavía mayores que al principio de la década de los 80. En cambio, la prudencia fiscal de Japón durante los años 80 -fue el único país que consiguió un superávit fiscal el año pasado- le ha permitido actuar con energía ahora.

Las noticias más optimistas del "Economic Outlook" se refieren a las perspectivas de los países en vías de desarrollo. El FMI espera que crezcan más del 6% este año y el próximo. Estos serían los mejores resultados en más de una década, y ello gracias a unos tipos de interés del dólar más bajos (que han reducido los pagos por el servicio de la deuda de los países más pobres), y a la expansión que ha resultado de la reconstrucción del Oriente Medio. Pero más importantes son aún a este respecto las políticas estabilizadoras y las reformas estructurales llevadas a cabo por muchos países en desarrollo en años recientes y que ahora empiezan a dar sus frutos. Lo malo es que las economías industriales suponen las tres cuartas parte de la demanda mundial. Esto hace que unas políticas acertadas por parte de los países ricos son tan cruciales para los países en vías de desarrollo como las propias decisiones de estos.

Keynes versus clásicos en Wyoming.

(*Michael Prowse, en "Financial Times"*).

El frío que he sentido al despertar, este fin de semana, me ha desorientado, hasta que he recordado que había acudido al simposio sobre economía que organiza todos los años el Banco de la Reserva Federal de Kansas City. Había cambiado, en efecto, el pegajoso calor estival de Washington por el aire fresco de las montañas de Jackson Hole, en Wyoming.

No pretendo decir que las alturas intelectuales alcanzadas en la conferencia igualen los picos del paisaje que nos rodea, pero lo cierto es que ha habido momentos de gran interés. Se trataba, este año, de explicar por qué se ha desacelerado el crecimiento en todos los países industriales, y de proponer remedios ante la

situación presente. La atención se concentró, acertadamente, en la pérdida de ritmo que se ha manifestado a partir de principios de los años 70, más que en las manifestaciones recesivas más recientes. En Estados Unidos, por ejemplo, la recesión ha reducido el consumo *per cápita* en menos del 2'5 por ciento, mientras que el menor crecimiento de la productividad a partir de 1973 ha hecho bajar el consumo alrededor del 30 por ciento.

Por lo que a la política económica se refiere, el simposio dio lugar a un fraccionamiento claro en lo que podríamos llamar "Cambridge frente a los clásicos", o "Clinton frente a Bush". Me refiero, por supuesto, al Cambridge de Massachusetts -sede de Harvard y del MIT- y no al Cambridge de Inglaterra, que no estaba representado en la conferencia.

El contingente de Cambridge se inclinó insistentemente a favor de las inversiones como incentivo para el desarrollo. Lawrence Summers (temporalmente en el Banco Mundial) y Bradford De Long, un colega suyo de Harvard, sostuvieron que la inversión en equipo y en maquinaria ofrecía muchos beneficios para la sociedad en general, beneficios que excedían en gran medida los rendimientos típicos del 10 por ciento, más o menos, obtenidos por las empresas individuales. Y esto porque tales inversiones tenían grandes efectos adicionales ("spill over" effects). Así, v.g., las acciones emprendidas por una empresa contribuirían a la difusión de nuevas tecnologías, de las cuales se aprovecharía toda la industria. Por consiguiente, están justificadas subvenciones públicas tales como las representadas por las bonificaciones fiscales permanentes por razón de inversiones ("permanent investment tax credit") propuestas por Bill Clinton, el candidato demócrata a la presidencia.

Otros economistas de Cambridge ofrecieron argumentos paralelos a favor de unas mayores inversiones en "capital humano" (educación y formación profesional), asimismo incorporadas al plan económico de Clinton. No quedaron claras las ventajas relativas de invertir en equipo, en infraestructura y en capital humano. De Long, en el curso de una conversación, señaló que los beneficios sociales de las inversiones en equipo podrían ser del 30/40 por ciento anuales, o incluso superiores, con lo que serían, con mucho, las más rentables. Summers, sin embargo, las redujo más tarde a un 25/30 por ciento, indicando que no deseaba ser caricaturizado como "Mr. Equipment".

Muchos de los participantes más conservadores encontraron difícilmente digeribles los argumentos de Cambridge. Kamiharu Shigehara, director del departamento de economía de la OCDE, señaló que la menor inversión no explica la reducción del crecimiento a partir de principios de los años 70. Entre las causas fundamentales de tal reducción debían citarse una inflación elevada o variable, así como las mayores "rigideces estructurales". Repitiendo el argumento favorito de su predecesor David Henderson, Shigehara dijo que el remedio consistía en una serie de antiguas verdades tales como las acciones para conseguir la estabilidad de los precios, la liberalización de los mercados y la eliminación de obstáculos al comercio, entre otros.

Otros conservadores argumentaron que la ralentización del crecimiento era ilusoria. En una perspectiva histórica amplia, el sistema capitalista funcionaba todo lo bien que cabe esperar. El crecimiento *per cápita* de los países industriales, del 1'9 por ciento desde 1973, era poca cosa comparado con el 3'5 por ciento conseguido entre 1950 y 1973, pero no estaba nada mal si la comparación se hacía con la mayoría de los períodos anteriores. El crecimiento, por ejemplo, fue sólo del 1'6 por ciento, como promedio anual, entre 1900 y 1913, período que en modo alguno puede considerarse depresivo. El crecimiento excepcional de después de la Segunda Guerra Mundial tuvo su origen en una serie de factores especiales tales como la reconstrucción de Europa y de Japón, la superación del proteccionismo instaurado en los años de entreguerras y el aumento insostenible del gasto público.

Michael Darby, un antiguo economista de la administración Bush, adoptó una posición distinta, pero igualmente escéptica. El crecimiento no se había reducido en las dos pasadas décadas. Lo que ocurre es que había sido mal medido ("mismeasured"). La principal razón de ello es el cambio que se ha producido de la

producción de bienes a la de servicios, en los que la productividad fue mal calculada, dejándola frecuentemente establecida en cero. Darby exageró su argumento, pero es posible que las estadísticas contengan defectos. El menor crecimiento de la productividad ha ido acompañado de un gran aumento de la desigualdad salarial, lo cual es habitualmente atribuido a cambios técnicos como el incremento de las tecnologías de la información. Ahora bien, las nuevas tecnologías suelen ir asociadas con un crecimiento mayor, no menor. El círculo podría cuadrarse parcialmente si una gran parte del sector servicios y de la producción más sofisticada relacionada con las nuevas tecnologías hubieran sido sistemáticamente infravaloradas.

Los conservadores presentaron algunos buenos argumentos en Jackson Hole. Pero mi impresión es que las aportaciones más interesantes las hicieron los neo-keynesianos de Cambridge, los cuales se mostraron poco preocupados por la historia, poniendo el énfasis en la manera cómo mejorar el futuro. Parece claro que las líneas de la batalla económica están siendo trazadas de nuevo. Los conservadores han tenido un gran éxito con sus argumentos contra unas políticas anticíclicas activas.

Ahora bien, nuevas teorías sobre el crecimiento, que subrayan la importancia del capital humano y la divergencia entre beneficios privados y sociales de muchas formas de inversión, han abierto un nuevo campo para el intervencionismo estatal. El activismo gubernamental -se dirá una y otra vez- puede no estar en condiciones de evitar recesiones periódicas, pero puede ser muy útil para mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

¿Quien ganó realmente la Guerra Fría?

El artículo que se transcribe a continuación, de Arthur Schlesinger, el conocido historiador norteamericano, apareció publicado en "The Wall Street Journal" de 14 de Septiembre.

Los republicanos norteamericanos, en la actual campaña electoral, utilizan dos aseveraciones que han de resultar sin duda interesantes para los historiadores. La primera de ellas es que, a pesar de las reticencias y del poco entusiasmo de los demócratas, ellos, los republicanos, consiguieron al fin el triunfo en la Guerra Fría. La segunda es que, después de ganar la Guerra Fría, la Administración republicana se ve por fin libre para dirigir su atención a los problemas internos del país.

¿Atribuirán realmente los historiadores a los republicanos el mayor mérito por la derrota del comunismo?. El presidente Bush, justo es decirlo, no sostiene este punto de vista. "La muerte del comunismo" -dijo en su discurso de aceptación- "necesitó del fuerte liderazgo de presidentes de ambos partidos". Pero obsérvese que estas palabras siguen sugiriendo que todo lo que ocurre en el mundo se decide en Washington.

Lo que realmente derrotó al comunismo fue el comunismo mismo, el cual, en la práctica, resultó ser un desastre político, económico y moral. Si el comunismo hubiera funcionado las cosas serían muy distintas hoy. También debe reconocerse el valiente papel que representaron todos aquellos hombres y mujeres que en los

países comunistas desafiaron a los comisarios y que a la larga les arrojaron fuera del poder. Uno no tiene más remedio que compartir la sorpresa expresada por Meg Greenfield en "Newsweek" por el hecho de que en un discurso de aceptación de 58 minutos de duración, en el que se subrayó la liberación de la Unión Soviética y del Este de Europa (y en el que no faltó una alusión a su propia contribución en ello), "el presidente no se refiriera para nada a la angustia y al sufrimiento de esa gente valerosa, cuya actuación persistente tanto influyó en la caída de aquellos regímenes".

Dada, por una parte, la inherente incapacidad del comunismo para funcionar adecuadamente y, por otra, la gran capacidad de resistencia que generó entre sus víctimas, el imperio soviético estaba condenado a largo plazo. Con todo, está claro que la presión exterior hizo que el hundimiento se acelerara. Por esto los historiadores valorarán como es debido lo que supuso en el proceso de desintegración pacífica de la Unión Soviética la política de contención ("containment policy") de Occidente dirigida por Estados Unidos. Incluso los republicanos reconocen hoy el papel importante que en el fin de la Guerra Fría tuvo esa política de contención.

Ahora bien, se tiende a olvidar que ésta fue una política propuesta por demócratas progresistas tales como George Kennan, Averell Harriman y Klark Clifford, y adoptada por la Administración demócrata-progresista de Harry Truman. Dicha Administración creó los instrumentos básicos y adoptó las decisiones fundamentales de la política de contención: la Doctrina de Truman, el Plan Marshall, la OTAN, la intervención en Korea.

Y ya que celebramos la victoria de la política de contención, no olvidemos que en un principio altos líderes republicanos rechazaron y condenaron tal política. En 1952, los candidatos republicanos pidieron "el término de esa política de contención negativa, fútil e inmoral".

Fue sólo bajo la Administración de Eisenhower cuando los republicanos, como partido, dieron un giro completo y aceptaron dicha política. Pero incluso así fueron los demócratas los que la practicaron con mayor fe. Así, la Administración Kennedy obligó a que los soviéticos retiraran los misiles de Cuba. La Administración Johnson incluso llevó la política de contención a extremos excesivos, al suponer que una victoria comunista en Vietnam representaría una amenaza para intereses vitales de Estados Unidos.

En los años 60 apareció y tuvo cierto éxito una escuela de historiadores revisionistas que se dedicó a criticar a las administraciones demócratas por su belicismo excesivo en la dirección de la Guerra Fría. No es ésta la impresión que se recibe ante la oratoria republicana actual.

Los republicanos tuvieron la suerte de estar ocupando la Casa Blanca en el momento en que la política de contención dio sus frutos más espléndidos. No hay duda de que la intensificación de la carrera armamentista por parte del presidente Ronald Reagan aceleró el colapso de la ya ruinosa economía soviética, pero el esfuerzo militar de Reagan dañó también severamente a la economía norteamericana. Recuérdense los déficit presupuestarios, las distorsiones estructurales, la diversión de la capacidad científica y tecnológica ("diversion of scientific and technological expertise") y la corrupción y el despilfarro que los gastos del Pentágono trajeron consigo.

La democracia ganó la Guerra Fría porque, en último término, la democracia funciona, más o menos, y el comunismo no; no porque los republicanos ocuparan la Casa Blanca. Y pasando a la segunda aseveración, tampoco puede decirse, con un mínimo de rigor, que el presidente Bush tuvo que dejar de lado los problemas domésticos durante cuatro años porque estuvo muy ocupado ganando la Guerra Fría. Este es ahora un punto fundamental de los republicanos. Es decir, primero salvamos al mundo; denos ahora un segundo mandato y salvaremos a Norteamérica.

En realidad, como muchos observadores constataron oportunamente, la Guerra Fría había terminado cuando George Bush se hizo cargo de la presidencia. En estas mismas páginas, el 18 de Mayo de 1989, por ejemplo, quien esto escribe publicó un artículo titulado "Que alguien le diga a Bush que hemos ganado la Guerra Fría". La necesidad de ganar una Guerra Fría que ya había sido ganada apenas puede servir de excusa por haber permitido que la economía de Estados Unidos haya alcanzado la menor tasa de crecimiento desde la época de la presidencia de Hoover.

En cualquier caso, es una frivolidad, un argumento impropio de un presidente, decir que éste estaba demasiado ocupado con los problemas de fuera para poder hacer frente a los problemas internos. ¿Puede alguien recordar excusas parecidas de otros presidentes?.

James Polk llevó a cabo la guerra contra Méjico pero, al mismo tiempo, sacó adelante sus dos grandes reformas: la reducción de los aranceles y el establecimiento de un sistema del tesoro independiente. La Guerra Civil constituyó tal vez la más agotadora de las crisis que ha vivido Norteamérica, pero no impidió que Abraham Lincoln firmara textos legales tan fundamentales como la Homestead Law, por la que se daban gratuitamente tierras públicas a los agricultores, y la Morrill Act, que establecía la cesión de terrenos a ciertos colegios y universidades con la condición de que se dedicaran a determinadas enseñanzas ("land-grant college system").

La Segunda Guerra Mundial representó otra crisis extenuante, y Franklin Roosevelt llegó a decir que sustituía al Dr. New Deal por el Dr. Win-the-War. Pero aún así creó la Fair Employment Practices Commission y firmó la GI Bill of Rights, llegando a proponer en 1944 su propia Economic Bill of Rights. Harry Truman hizo frente, no a una Unión Soviética en sus últimos estertores de su fase terminal sino a una potencia en alza. Pero todas las crisis exteriores de la época le dejaron tiempo para poner en marcha el Fair Deal y su programa de justicia social y racial.

El presidente Kennedy solía lamentarse en privado de que las crisis internacionales le hubieran impedido dedicar a las necesidades internas todo el tiempo que hubiera deseado. Pese a ello, encontró espacio para preocuparse por los derechos civiles, por el desarrollo regional, por la ayuda federal a la educación, por las atenciones sociales, por la igualdad salarial de la mujer, estableciendo además las bases de la guerra contra la pobreza. El presidente Johnson alternó la guerra en el Vietnam con su apoyo al programa de Great Society.

Los conflictos internacionales de la etapa Bush no alcanzan la magnitud de aquellos con los que tuvieron que enfrentarse Polk y Lincoln, FDR y Truman, y Kennedy y Johnson sin abandonar sus responsabilidades internas. La labor de su presidente consiste precisamente en mantener en el aire simultáneamente una serie de pelotas. Cuando la campaña republicana presenta a Bush como un presidente que sólo puede jugar con una pelota a la vez le deja en un mal lugar. Un jugador que sólo puede utilizar una pelota es lo último que la república espera de un presidente.

Que los republicanos dejen de hacer aseveraciones históricamente falsas. En vez de ello, que intenten responder a preguntas serias que preocupan a los electores. Por ejemplo, esta: ¿qué recortes concretos del gasto piensa hacer el presidente como condición para sus reducciones de impuestos?.

La firmeza de Francia ante el expediente agrícola.

(Philippe Lemaitre, en *"Le Monde"*).

Una semana después de la cumbre de Munich de los Siete Grandes países industriales, Europa y Estados Unidos continúan enfrentados a propósito del GATT. Según Michel Sapin, ministro de Economía francés, las negociaciones podrían concluir después de las elecciones norteamericanas y francesas. El punto de discordia es la reducción de las subvenciones agrícolas, toda vez que Francia, por ahora, no ha cedido en su posición.

¿Se ha asistido verdaderamente, en la cumbre de Munich, a un acercamiento de las posiciones en relación con las negociaciones de la Ronda Uruguay y, en especial, con el tema agrícola?

Así lo dijo el comunicado divulgado al término de la conferencia, el cual, con todo, insinuó que Francia, sola, se oponía aún al acuerdo, aunque tal oposición podría desaparecer una vez superado el referendun de Maastricht. Sin embargo, esta interpretación es muy discutida, tanto en París como en Bruselas, aunque es cierto que sigue habiendo quien la considera correcta.

"La reunión de Munich fue muy útil. Estoy convencido de que en cuanto hayan pasado las fechas electorales las cosas pueden evolucionar muy rápidamente de forma positiva", comentaba el 13 de Julio el ministro Sapin.

Dos horas más tarde, Louis Mermaz, Ministro de Agricultura, también presente en Bruselas, explicaba, en cambio, que no se trataba en absoluto de llegar a un acuerdo a cualquier precio, que los Estados Unidos no habían atendido aún las principales peticiones comunitarias y que para protestar contra la ayuda concedida por la CE a sus productores de oleaginosas los norteamericanos se estaban preparando para establecer -de manera unilateral, fuera de las reglas del GATT- medidas de retorsión que penalizarían sobre todo a los productores franceses. ¿Era ese el mejor clima para un acuerdo?, se preguntaba Mermaz.

Esta cacofonía es el último reflejo de la tentativa dirigida en Munich por Estados Unidos -con el apoyo de Gran Bretaña y la complicidad, según parece, de los comisarios europeos presentes, entre los que se encontraba Delors- para encontrar el camino de un acuerdo, aunque ello supusiera forzar el consentimiento del presidente francés.

Hábilmente, el "documento" que hicieron circular los británicos en Munich dejaba el contencioso agrícola en una simple disputa entre expertos: ¿en qué medida se comprometerá la Comunidad a reducir sus exportaciones de cereales subvencionados?. ¿En un 18%, como parece dispuesta a proponer?. ¿O en un 22%, como piden los norteamericanos?. Por una diferencia tan pequeña, ¿se iba a impedir el acuerdo, abandonando la posibilidad de dar una buena y estimulante noticia a los medios económicos?. François Mitterrand, por lo que se cree saber, estuvo a punto de dar su conformidad, incitado por alguno de sus consejeros, pero cambió de idea a última hora, alertado por Roland Dumas de los peligros de la solución preconizada.

La batalla continúa con vistas a conseguir que Francia se rinda. De hecho, si hubo alguna perspectiva de acuerdo en Munich no fue porque se hubieran acercado las posiciones de unos y otros sino porque algunos Estados miembros hicieron saber que estaban dispuestos, para terminar de una vez, a aceptar la línea defendida por Washington.

Ahora bien, el caso es que no se trataba en absoluto de un acuerdo equilibrado, como el que ha estado buscando la Comunidad desde hace meses. Los gestores de la política agrícola común (PAC) que, junto con Dumas, han impedido el compromiso amañado por los británicos, subrayan que, entre los cinco puntos

centrales de la negociación agrícola, la posición norteamericana no ha evolucionado lo más mínimo en la dirección deseada por la Comunidad.

Un punto importante, esencial para los norteamericanos, hace referencia a la limitación del volumen de las exportaciones subvencionadas. En realidad, los Doce podrían adquirir algunos compromisos al respecto. Ahora bien, sabiendo que tal obligación suplementaria será mal vista por las organizaciones profesionales, no aceptarán ir por este camino si no obtienen alguna contrapartida de parte de los norteamericanos. Por ejemplo:

A) El derecho de llevar a cabo un cierto reequilibrio de las importaciones en la CE o, dicho de otro modo, de percibir, más allá de cierto límite (correspondiente, v.g., al nivel actual de los suministros), gravámenes sobre las compras de productos substitutivos de los cereales (PSC) tales como el "corn gluten feed", importado masivamente de Estados Unidos. Se trata de un subproducto del maíz que en la actualidad entra en la CE sin pago de derecho alguno.

Este reequilibrio, combinado con la baja del precio de los cereales prevista por la reforma de la PAC, permitiría, probablemente, la "reconquista" del mercado interior que pretenden los Doce. Sin tal reequilibrio, la disminución de los precios decidida en el marco de la reforma (-29%), y que es inferior a lo que la Comisión había propuesto, podría resultar insuficiente para asegurar la competitividad de los cereales comunitarios frente a los PSC.

B) La seguridad de que los pagos compensatorios prometidos a los productores de la CE como contrapartida de las disminuciones de los precios que resulten de la reforma de la PAC no serán reducidos en el curso de los próximos años. Esto es importante si se quiere ganar la confianza de los agricultores, uno de cuyos principales temores es precisamente que tales indemnizaciones, que substituirán parcialmente a los precios de garantía, sean un día disminuidas o suprimidas. Los norteamericanos se niegan a dar una garantía de tal naturaleza.

C) La adopción por parte de Estados Unidos de una "cláusula de paz", es decir, en otras palabras, del compromiso de que si se alcanza un convenio agrícola en el marco de la Ronda Uruguay los norteamericanos renunciarán a la utilización de su legislación comercial nacional, la Trade Act, para acosar a la PAC. Se trata de una reivindicación que, si las cosas funcionaran normalmente en el mundo del GATT, sería obvia, pero que en realidad no lo es. En la medida en que las partes contratantes del Acuerdo General hubieran suscrito las reglas multilaterales y su procedimiento de resolución de los conflictos, deberían serles prohibido que hicieran justicia por su cuenta. Ahora bien, vista la pasividad del secretario general del GATT ante el uso ilegal por parte de Estados Unidos de su legislación nacional, la Comunidad no puede dejar de insistir sobre este punto.

Añadamos a todo esto que la CE, que decidió, en el marco de la reforma de la PAC, dejar de cultivar el 15% de sus tierras arables y practicar una ganadería más extensiva (todo ello para poner freno a los excedentes), desea ver que los Estados Unidos adopten también medidas destinadas a controlar su propia producción. Si la CE frena la suya y los Estados Unidos la dejan libre, la reforma de la PAC no habrá servido para nada.

Ante este conjunto de peticiones de la Comunidad, los norteamericanos -si creemos a los negociadores comunitarios- se han mostrado silenciosos.

A la vista de lo que precede se puede interpretar mejor el pretendido acercamiento de Munich. Mientras la reforma de la PAC es acogida todavía con recelo por no pocos agricultores, y dado que en numerosos departamentos éstos adoptan actitudes casi insurreccionales, suscribir en Munich un acuerdo notablemente desequilibrado hubiera sido peligrosamente irresponsable.

Esto se ha evitado, pero por poco, según parece. Por lo menos por lo que se refiere a la comunicación, el comportamiento de la delegación francesa (¡un Airbus entero!) ha sido mediocre. ¿No tiene uno la impresión que Francia era el único obstáculo y de que estaba sola?. Esto no tiene sentido cuando la mayor intransigencia fue la de los norteamericanos y cuando en relación con diversos puntos de la negociación agrícola (el reequilibrio, la inclusión de los pagos compensatorio en la "caja verde", es decir, la seguridad de que no se reducirán) Alemania defiende una posición tan firme como Francia.

Los Estados Unidos han anunciado medidas de retorsión para sancionar la negativa de la CE de reducir de manera radical su ayuda a los productores de oleaginosas. Estas represalias afectarán a un volumen de comercio de mil millones de ecus (7 mil millones de francos), y nuestros exportadores de vinos, de coñac y de quesos recibirán el correspondiente impacto. Además, los norteamericanos amenazan con derechos compensadores y con gravámenes antidumping, sin razones válidas, las exportaciones comunitarias de productos siderúrgicos ("puro chantage comercial", dice Eurofer, la asociación europea de la siderurgia). Y esto sin aludir siquiera a los desequilibrios comerciales que puede provocar en Europa la subvaloración del dólar que resulta de la política monetaria de la Reserva Federal.

¿Es verdaderamente oportuno, en estas circunstancias, contemplar una conclusión rápida de la Ronda Uruguay de acuerdo con los deseos del presidente Bush pero en total desacuerdo con nuestros propios intereses?.

Por qué los precios de los servicios suben más rápidamente.

("The Economist")

La tasa de inflación media en las siete mayores economías industriales descendió al 3'2% en los 12 meses anteriores al pasado Junio, frente al 5'6% de últimos de 1990. Dejando al margen 1986, en que los precios al consumo retrocedieron a causa de la gran caída de las cotizaciones del petróleo, la inflación es ahora casi la más baja desde los años 60.

Muchos gobiernos están dispuestos a reducir la inflación al 2%, o menos aún. Algunos lo han conseguido ya por lo que a artículos manufacturados se refiere. Los precios de algunos de éstos incluso han bajado en el último año. El problema son los servicios, en los que la inflación se muestra particularmente tenaz.

En la mayoría de los países, en efecto, la inflación del sector servicios se sitúa unos dos puntos porcentuales por encima de la de los otros sectores. Así, por ejemplo, en los 12 meses anteriores a Junio, el precio medio de los artículos se elevó sólo en el 2'2% en Estados Unidos, mientras que el precio de los servicios subió el 4%. En Italia, los precios de los servicios (excluidos los alquileres) subieron un 10%, el año pasado, frente a una elevación de menos del 5% para los otros bienes.

En Estados Unidos y Gran Bretaña han descendido los precios medios de los artículos audiovisuales, de los utensilios eléctricos y de los ordenadores. En el Reino Unido también bajaron los precios de la ropa de mujer. En cambio, los precios de algunos servicios subieron substancialmente. El seguro de automóviles aumentó el 30% en el citado país, y las entradas de los teatros lo hicieron en un 12% en la propia Gran Bretaña y en Estados Unidos. La cuota de socio del club de deportes Cannon, en Londres, subió en un 11%. En Nueva York, en cambio, la del Health and Racquet Club no varió el año pasado.

No es raro que el precio de los servicios suba más que el de los productos industriales, y esto por varias razones:

- El crecimiento de la productividad tiende a ser menor en los servicios que en la industria. Los salarios, en cambio, acostumbran a aumentar al mismo ritmo, aproximadamente, en ambos sectores, de lo que resulta que los costes salariales unitarios suben más rápidamente en los servicios. Es más difícil incrementar la productividad en el sector servicios substituyendo gente por máquinas. ¿Le gustaría que un robot le cortara el pelo?. Los avances tecnológicos de la pasada década se tradujeron en una reducción de los precios de los ordenadores y de la electrónica de consumo, pero hay mucho menos margen para que tales cambios se produzcan en muchos servicios. El trabajo de un peluquero ha cambiado poco en los últimos 25 años.
- A medida que las rentas aumentan los consumidores exigen mejores servicios. Esto suele significar servicios con más gente empleada y, por consiguiente, más caros. Esto es lo que ocurre cuando se pasa de un MacDonald's al Ritz. Algo parecido ocurre cuando se eligen escuelas con menor número de alumnos por clase. Todo esto alimenta la inflación de los servicios.
- Las empresas de servicios son menos sensibles que las manufactureras a las políticas antiinflacionistas de los gobiernos. Una caída brusca de la demanda de bienes industriales puede dar lugar a un repentino amontonamiento de stocks, lo que lleva a los productores a reducir los precios para así liquidar existencias excesivas. La mayoría de los servicios, bien se trate de cortes de pelo bien de operaciones quirúrgicas, no pueden ser almacenados, lo que significa que hay menos presiones, en casos de crisis, para proceder a liquidaciones mediante disminuciones de los precios. Por otra parte, las empresas de servicios se hallan bien resguardadas, por lo general, frente a la competencia exterior -cosa que no ocurre con las industrias- lo que les permite también mantener mejor los precios.
- Los productores de servicios encuentran frecuentemente más fácil incrementar los precios a causa de una mayor "lealtad a una marca". La gente se resiste más a cambiar de dentista, o a variar las escuelas de sus hijos, que a cambiar de detergente para la máquina de lavar. Además, v.g., el coste de cambiar la cuenta de uno en un banco es mayor que el de probar una nueva marca de zapatos.

Las tendencias al alza de los precios de los servicios tienen una consecuencia ingrata. Para hacer bajar la tasa de inflación global por debajo del 2%, los gobiernos deberán reducir el ritmo de crecimiento de la economía en mucha mayor medida, con las consiguientes pérdidas en términos de producción y de puestos de trabajo.

Afortunadamente, hay síntomas de que, a lo largo de los próximos años, la inflación de los servicios será menor. El crecimiento de la productividad, que, como vimos, ha sido muy pausado en el sector, puede acelerarse. Las reestructuraciones, que tanto afectaron a la industria en los años 80, pueden ahora extenderse a algunos servicios. En Norteamérica y en el Reino Unido éstos han acusado el impacto de la recesión como nunca lo habían hecho. Las empresas de servicios, por consiguiente, se están desprendiendo del personal que no es absolutamente necesario, lo que debería llevar a un incremento de la productividad. La nueva tecnología

informática también debería contribuir a una progresiva disminución de costes en las telecomunicaciones y en las ventas al por menor.

Pero lo que posiblemente es aún más importante, los gobiernos están sometiendo los servicios, tanto públicos como privados, a una mayor competencia. La privatización conduce a un aumento de la eficacia de las empresas de servicios públicos, al tiempo que se van eliminando las prácticas restrictivas de muchas profesiones.

Con el tiempo, todas estas medidas deberían contribuir a una mayor estabilidad de los precios del sector servicios.

Ahora bien, mientras esto no sea una realidad, la carga de reducir la inflación continuará pesando desproporcionadamente sobre las espaldas de los productores de bienes manufacturados.

El bicentenario triste del dólar norteamericano.

*(*The Economist*).*

En este 1992 el dólar cumple 200 años. Fue establecido como unidad monetaria de Estados Unidos en la "Mint Act" de Abril de 1792. Durante el pasado medio siglo ha sido la moneda de reserva del mundo. ¿Le ha llegado la hora del retiro?.

En los primeros 150 años, el valor de la moneda norteamericana osciló entre 4 y 5 dólares la libra esterlina. Después de la Segunda Guerra Mundial su valor subió espectacularmente, pero esto fue debido más a los problemas de la moneda británica que al propio valor del dólar. Frente al DM y al yen, éste ha caído en un 65%, aproximadamente, desde los años 60.

El pasado 20 de Julio el dólar se situó por debajo de 1'45 DM, muy cerca del récord de 1'43 DM alcanzado en Febrero de 1991. Tal caída hizo que la Reserva Federal y otros bancos centrales tuvieran que acudir en auxilio del dólar. La razón de que no lo hubieran hecho antes, según parece, es que la administración Bush celebra el dólar barato como medio para estimular las exportaciones y la expansión. Nicholas Brady, el Secretario del Tesoro, afirma que no le importa lo más mínimo el reciente descenso del dólar.

Esto parece mostrar más bien cierta negligencia. Como moneda de reserva, el dólar debe ser un activo seguro. Resulta, sin embargo, que varios gobiernos norteamericanos no han hecho nada para garantizar esa condición. Las autoridades norteamericanas, en efecto, se han mostrado mucho menos rigurosas respecto a la inflación que el Bundesbank y que el Banco de Japón. Desde finales de los años 60, los precios al por mayor han subido el doble en Estados Unidos que en Japón o en Alemania. Si la política económica de

Norteamérica sigue inclinándose a favor de la devaluación y de la inflación, el dominio del dólar se verá amenazado.

La superpotencia económica mundial, el guardián de su principal moneda de reserva, no había sido nunca un deudor neto. En 1913, en la cúspide de su poder imperial, Gran Bretaña no era sólo el mayor país comerciante del mundo sino también el primer acreedor, con unos activos exteriores netos equivalentes a un masivo 180% de su PIB. Cuarenta años más tarde, el coste de dos grandes guerras había convertido al Reino Unido en un deudor neto. El papel de la libra en la economía mundial se redujo en consecuencia, pasando Norteamérica a ocupar su lugar como nuevo banquero internacional.

El dólar ha dominado la economía del mundo desde entonces, aunque los activos exteriores netos de Estados Unidos nunca fueron tan grandes -en relación con su economía- como lo habían sido los de Gran Bretaña. Con todo, hasta principios de los años 80 Norteamérica siguió disponiendo de los mayores activos exteriores netos del mundo. Pero una década de déficit corrientes la ha convertido en el mayor deudor mundial.

Cuando eran grandes acreedores, tanto Norteamérica como Gran Bretaña tenían, naturalmente, un gran interés por mantener una baja tasa de inflación y la estabilidad financiera. Un deudor, en cambio, puede sentirse tentado a permitir que la inflación vaya reduciendo el valor real de su deuda, así como a utilizar la devaluación como medio para disminuir el déficit exterior. Esto no dice mucho en favor de una moneda de reserva.

El dominio del dólar como moneda de reserva se ha venido debilitando ya desde mediados de los años 70. Su proporción en las reservas exteriores ha caído del 80 al 52 por ciento. El número de países que sujetan sus monedas al dólar se ha reducido a la mitad, hasta quedar, de momento, en los 24 actuales. Pero aún así, alrededor del 50% de toda la riqueza privada mantenida en moneda extranjera (depósitos bancarios, bonos) lo es aún en dólares, cuando el PIB de Norteamérica en el conjunto de los países industriales no supera una tercera parte.

¿Cual es la alternativa ante un dólar en declive?. Japón, el mayor acreedor del mundo, tiene un mejor historial por lo que a inflación se refiere. Pero la economía de Japón es mucho menor que la de Estados Unidos, y su gobierno, temiendo perder el control del yen, se resiste a que éste se convierta en una gran moneda de reserva.

De todos modos, está apareciendo en el horizonte un candidato más fuerte. Si la Comunidad Europea llega a adoptar una moneda única, en efecto, el dólar se encontrará con un poderoso rival. El PIB total de la Comunidad es mayor que el de Estados Unidos. La CE, además, es un acreedor exterior neto y el mayor exportador del mundo. Será por otra parte la sede del más grande mercado financiero. Y, más importante aún, su previsto banco central ha de ser, si las cosas salen bien, más independiente que la Reserva Federal y más explícitamente comprometido a combatir la inflación.

Así, pues, si un día llega a ser una realidad, la moneda comunitaria será por lo menos tan atractiva como el dólar, y esto no sólo como moneda de reserva sino también como instrumento comercial. Mientras tanto, cabe esperar que el papel del DM se vaya incrementando. Una moneda única europea aceleraría el abandono del dólar, probablemente para dar lugar a un sistema multimonetario en el que el poder sería compartido más uniformemente entre el dólar, el yen y la moneda europea.

La cuestión es cómo ir de aquí a allí. Hasta ahora, el paulatino declive del dólar ha sido eso, suave, pero cada día que pasa sin que Norteamérica adopte una actitud más activa en defensa de su moneda aumenta el riesgo de que ese lento éxodo se convierta en una estampida, ocasionando un desplome del dólar. Es

posible que, en tal caso, la Reserva Federal debiera subir rápidamente los tipos de interés. Esto no sólo sería malo en un año electoral sino que podría resultar catastrófico para la recuperación de la debilucha economía mundial.

Una palabra, por favor, para designar la situación económica presente.

(Louis Uchitelle, en "The New York Times"-*"Herald Tribune"*)

De lo que se trata es de encontrar un nombre para la difícil situación económica presente. Lo que ha estado ocurriendo desde 1989 tiene suficiente entidad como para entrar en la historia del siglo XX como un acontecimiento económico de primera categoría. Pero ninguna de las palabras o de las frases que se han utilizado para referirse a las crisis del pasado parece adecuada hoy. Y el mundo necesita esa palabra, una designación que puede evocar la naturaleza de estos tiempos.

El problema del nombre se presenta con frecuencia en conversaciones con economistas. Se produce una pausa en el diálogo mientras éstos buscan la expresión correcta, después de lo cual sueltan un eufemismo que oculta la alarma creciente sobre la persistente debilidad de las economías.

La dimensión enorme de la economía norteamericana da lugar a que una crisis de la misma arrastre a las demás, afectando al crecimiento mundial.

Técnicamente, la recesión norteamericana ha quedado superada, pero espiritualmente continúa. Técnicamente, Estados Unidos disfruta de una recuperación, pero la debilidad de la expansión hace que tal palabra se utilice cada día menos. Y siempre la débil expansión sugiere que la economía puede contraerse de nuevo, volviendo a la recesión.

"Tenemos algo que recuerda de algún modo los años 30", dice un distinguido economista. Las designaciones más utilizadas son **stagnation** o, un poco más fuerte, **persistent stagnation**. Pero ni una ni otra incorporan el pesimismo de millones de personas para quienes las cosas van peor, no igual, habiendo perdido sus puestos de trabajo o porciones de sus rentas.

Casi tan popular entre los economistas, pero sin llegar tampoco a reflejar el estado de ánimo, es el poco rítmico **structural imbalance**, que a veces se convierte en **structural malaise**.

La expresión se refiere a los obstáculos para la prosperidad que se erigieron en los años 80, cosas tales como esos superendeudados consumidores y empresas ahora tan ocupados en pagar lo que deben, así como esa superabundancia general -en todos los países- de espacio para oficinas sin ocupar, lo que desalienta a la construcción.

Recesión es la palabra utilizada por muchos para describir sus penas, pero esto en espera de encontrar otra mejor. Recesión, por lo demás, tiene varias variantes: **lingering recession**, **recessionary period** y **groth recession**. Esta última procede de los años 60, en que significaba que el crecimiento económico era tan débil que resultaba insuficiente para la creación de puestos de trabajo para toda la gente que entraba en el mercado laboral. Este es el problema de hoy, pero no es el único.

Entre los pocos que acuden a la más horrible de las palabras -**depression**-, dos economistas del Jerome Levy Economics Institute, del Bard College, intentan popularizar la expresión **contained depression**. Con bancos que cierran y otros desastres, dicen aquéllos, los Estados Unidos están pasando por una depresión del estilo de la de los años 30, aunque contenida ("contained") por el seguro de depósitos y otros gastos del Estado que sostienen la economía.

Eliot Janeway, un consultor económico, no tiene tantos miramientos. A su juicio, una recesión se convierte en depresión cuando el mal tiempo de Estados Unidos se propaga al extranjero, como es el caso ahora con Europa y Japón. Es más, dice Janeway, el principal elemento que define una depresión se da ahora en Norteamérica: una contracción muy aguda a la actividad económica. La contracción que él contempla no aparece en las estadísticas de la Administración, pero éstas no merecen la confianza de muchos economistas, entre los que se encuentra Janeway. "Nunca había visto una crisis que se extendiera y profundizara de tal manera, y ello sin reflejarse en las informaciones y en los datos", dice.

La difícil situación que tanto cuesta de expresar y de calificar empezó en la primavera de 1989, en que la tasa de expansión económica de Norteamérica cayó por debajo del 2 por ciento anual, insuficiente para mantener una tasa de desempleo tolerable, sostener los salarios y, en general, hacer que la gente se sintiera próspera.

Para 11 de los 13 trimestres transcurridos desde principios de 1989, el producto interior bruto no subió más del 2 por ciento. Y en 3 de los trimestres -de Julio de 1990 a Marzo de 1991- el PIP se redujo, lo que significa que la economía de Estados Unidos estuvo técnicamente en recesión.

"El ajuste de los desequilibrios estructurales exigirá mucho tiempo", dice Robert D. Reischauer, economista jefe de la Oficina del Presupuesto del Congreso, lo que no puede más que desalentar a los que están en paro, a los que tienen un empleo parcial o a los que están ya tan desanimados que ni siquiera buscan trabajo.

"La gente empezó a utilizar las palabra depresión en los años 30 para referirse a los tiempos difíciles, y éstos duraron hasta la Segunda Guerra Mundial", dice Alan Blinder, un economista de la Universidad de Princeton. "La situación actual podría también llegar a llamarse una depresión, cuando haya pasado, pero no creo que esta palabra sea lo suficientemente severa. Necesitamos otra".

TEMA DEL MES

PRESENTACION DEL NUMERO MONOGRAFICO SOBRE EL
ARCO MEDITERRANEO DE PAPELES DE ECONOMICA ESPAÑOLA

PRESENTACION DEL NUMERO MONOGRAFICO SOBRE EL ARCO MEDITERRANEO
DE PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

El 28 de septiembre pasado fue presentado en la ciudad de Alicante -en el Salón de Actos de la Caja de Ahorros del Mediterráneo- el número monográfico de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA. *Economía de las Comunidades Autónomas*, nº 11, dedicado al análisis de los problemas económicos de lo que ha venido en llamarse -desde fechas relativamente recientes- *Arco Mediterráneo*.

El acto de presentación despertó un gran interés, puesto de manifiesto tanto por la nutrida presencia de público como por la atención prestada en los diferentes medios de comunicación. En él intervinieron el Prof. Fuentes Quintana, Director General de la Fundación FIES y de la revista PAPELES, y el Prof. Pedreño Muñoz, Catedrático de la Universidad de Alicante, experto conocedor de los problemas del Arco y coordinador -juntamente con el Prof. Mella Márquez- de las tareas de preparación y elaboración del propio número monográfico.

El Prof. Fuentes Quintana -que fue presentado a los asistentes por el Presidente de la Caja de Ahorros del Mediterráneo, Román Bono Guardiola- expuso, el comportamiento económico de las comunidades autónomas en los últimos años, distinguiendo dos períodos: el primero de gran expansión (1985-1989) y el segundo, de desaceleración del crecimiento (1990-1991). A partir de dos variables de especial relevancia -el PIB por habitante, como expresión del grado de desarrollo de cada región, y la fase de crecimiento del PIB, como indicador del dinamismo económico- mostró con claridad la existencia de cuatro grandes grupos de regiones, situándose las correspondientes al Arco Mediterráneo (Cataluña, la Comunidad Valenciana y Murcia) en el "grupo virtuoso"; es decir, regiones con un nivel de desarrollo superior -excepto Murcia- a la media nacional y también con elevadas tasas de crecimiento relativas, tanto durante el período de expansión como en el de desaceleración. Este hecho -que conforma uno de los rasgos estructurales básicos del balance económico de las autonomías del pasado reciente- permite afirmar con rotundidad al Prof. Fuentes Quintana que el crecimiento económico de España basa una buena parte de su vitalidad en el Arco Mediterráneo; es decir, este espacio económico en expansión es uno de los principales "activos" de la economía española.

Por su parte, el Prof. Pedreño Muñoz centró su intervención en una detallada explicación de los rasgos principales comunes definitorios del Arco Mediterráneo: espacio por excelencia de la "España que crece"; soporte físico o corredor natural que toma como base territorial la franja litoral, peculiaridad de su sistema de ciudades que ha originado un entramado urbano de núcleos de rango intermedio turísticos e industriales terciarios; especialización productiva que define un área económica integrada y muy dinámica, con una elevada apertura hacia el exterior y con una creciente capacidad de atracción de inversiones extranjeras; la aparición de un dualismo industrial (empresas y sectores modernos junto con sectores tradicionales y empresas sumergidas); territorio español mejor integrado en el contexto europeo; existencia de una cultura empresarial emprendedora; debilidad notable en el desarrollo y consolidación de una banca privada autóctona y destacado papel de Cataluña en la dinamización del Arco. Rasgos a los que añadió los efectos negativos de la intervención de la Administración en los ámbitos de la política de sobrevaloración del tipo de cambio, de la carencia de una política turística y de la escasa coherencia de la política de infraestructuras desarrollada por el Estado.

Como consecuencia, de la definición del Arco Mediterráneo como un "activo" principal de la economía española y de los rasgos enunciados, se infieren cuatro grandes retos, que reclamarán, sin duda, la atención y el seguimiento por parte de las autonomías que conforman el Arco -y también de la propia Administración central en los años venideros-:

- El mantenimiento de los procesos de innovación y modernización tecnológica.
- Una política industrial y de servicios que permita la elevación de la productividad empresarial y una mayor competitividad de la industria.
- Una política turística capaz de superar los graves problemas estructurales que afectan a este sector.
- Una política de infraestructuras que dé respuesta a las necesidades de vertebración del conjunto territorial del Arco Mediterráneo.

En suma, este nuevo número de la serie *Economía de las Comunidades Autónomas*, de PAPELES, pone en manos del atento lector un conjunto de trabajos de indudable interés de los que son autores profesores de Universidad y expertos de las diferentes comunidades autónomas que integran el Arco Mediterráneo, con lo que se obtiene una visión de la economía de la zona, de sus problemas y posibilidades, desde la Universidad, la Administración y las empresas del propio Arco Mediterráneo.

El número ha contado con el patrocinio generoso e inestimable de la Caja de Ahorros del Mediterráneo, que ha puesto así, una vez más, de manifiesto su sensibilidad hacia los temas que afectan a la zona en que ejerce su actividad financiera.

EL GRAFICO DEL MES

EL GRAFICO DEL MES

EVOLUCION DEL CONSUMO PRIVADO

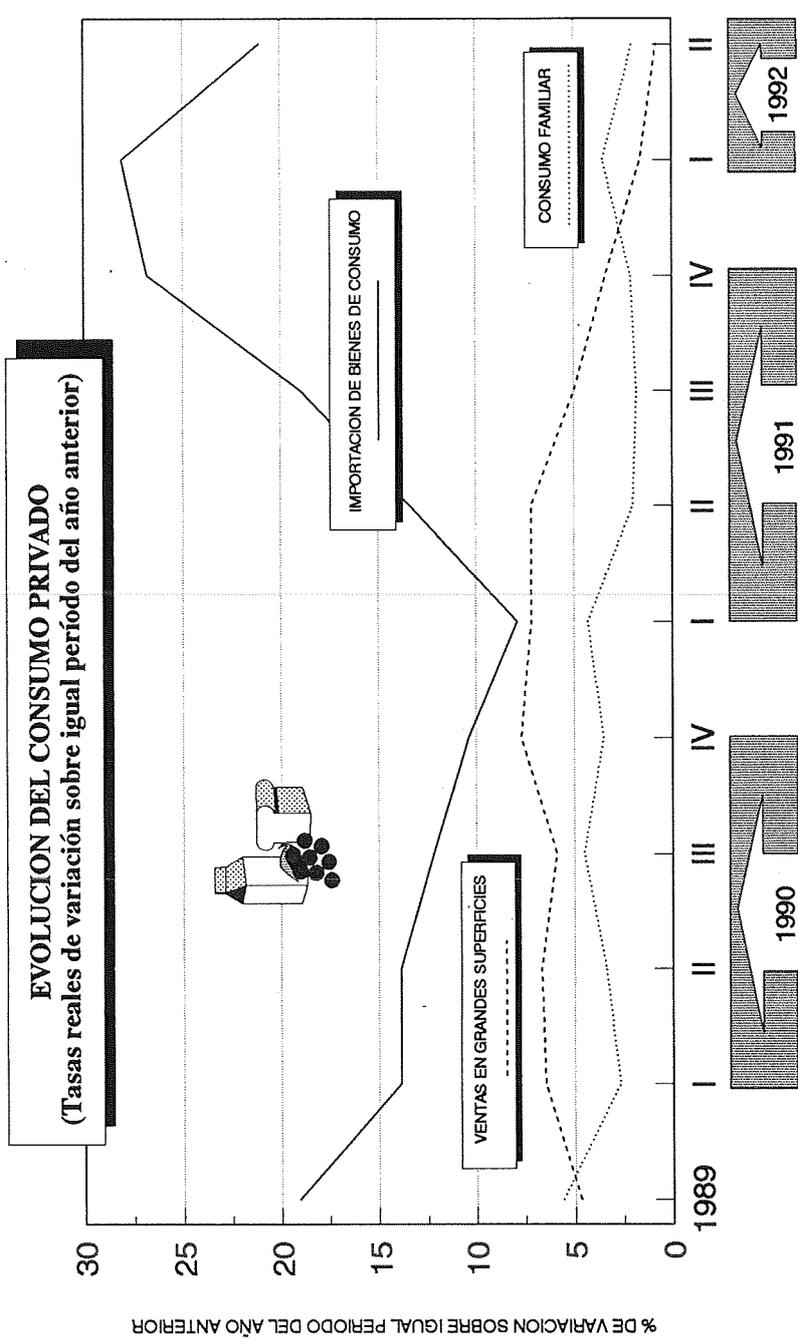
Uno de los hechos más significativos en el etapa de expansión de la economía española en el quinquenio 1985-1989 fue el notable crecimiento del consumo privado que en términos reales (Contabilidad Nacional de España. INE) creció el 25,2%, equivalente a una tasa anual acumulativa del 4,6%. También en el bienio 90-91, el consumo privado real creció el 6,9%, equivalente a una tasa anual del 3,4%.

Tan considerable crecimiento del consumo privado no incidió de igual manera en la producción interna en la medida que el mercado interno se abasteció más intensamente con productos importados. Frente a aumento real del consumo privado entre 1985 y 1991 del 33,8% (4,2% anual acumulativo), la importación de bienes de consumo aumentó el 268,1% (20,5% anual acumulativo) alcanzado en 1991 (importación CIF) un valor de 2.341,9 miles de millones de pesetas, equivalentes al 4,3% del PIB y al 6,8% del consumo privado en aquel año. Si se tiene en cuenta que según la Tabla Input-Output de 1987 el consumo privado de bienes (neto de márgenes comerciales y transportes) equivalía al 38,5% del consumo privado y admitiendo que tal comportamiento fuera similar en 1991, resultaría que el consumo privado de bienes en 1991 habría supuesto la cifra de 13.179,2 miles de millones de pesetas, de los que 2.341,9 (17,8%) serían productos de importación y el resto 10.837,3 miles de millones de pesetas (82,2%) serían productos nacionales. Igual cálculo para 1985 nos situaría en cuota importadora de bienes de consumo del 11,5%. Cambio estructural considerable con efectos perversos en la expansión de la producción y del empleo. Una de las causas que explican la crisis que registra la economía española en el presente año 1992.

El gráfico del mes presenta la evolución de tres indicadores de la demanda de consumo que son bastante aleccionadores. El consumo familiar de bienes y servicios, medido a través de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares que trimestralmente elabora el Instituto Nacional de Estadística, ha mantenido hasta 1992 un ritmo de crecimiento considerable que ha tendido a moderarse a partir del segundo trimestre de 1991. La desaceleración del crecimiento del consumo privado patente en el segundo trimestre del presente año, explica buena parte de la atonía mostrada por la economía española. La venta de bienes en grandes superficies comerciales había registrado tasas de crecimiento superiores a las del consumo total hasta el cuarto trimestre de 1991. A partir de este momento, su desaceleración resulta manifiesta, hasta el punto de que el aumento real de las ventas en el segundo trimestre de este año, se haya limitado a un modesto 0,8%, que referido al mes de junio, acaba de registrar descenso relativo del 3% respecto a junio de 1991.

Al comparar los indicadores de consumo familiar total y ventas en grandes superficies comerciales, podría deducirse que el consumo de bienes por las familias españolas, superó en cuanto a ritmo de crecimiento, al de servicios. Pero este juicio podría ser erróneo en la medida que es evidente la ganancia de cuota de mercado que han registrado las grandes superficies comerciales, frente al comercio tradicional.

Lo acontecido con la evolución en la importación de bienes de consumo, no deja de ser curioso. Entre 1989 y el primer trimestre de 1991 se registró una progresiva desaceleración en la importación de bienes de consumo. La incorporación de España al Mercado Común había promovido un intenso crecimiento de la importación de bienes de consumo que aumentó en volumen, el 38% en 1986, el 45% en 1987 y el 32% en



1988, para limitarse al 19% en 1989. En 1990 se acusó una notable desaceleración que parecía mostrar un relativo agotamiento de la capacidad expansiva de la compra al exterior de bienes de consumo, como lo prueba la tasa del 7,9% computada en el primer trimestre de 1991. Cuando podría esperarse una progresiva aproximación entre la evolución del consumo familiar y la importación de bienes de consumo, se registró una notable ruptura en el sentido de acelerarse el ritmo de crecimiento de la importación de bienes para el consumo. Al separar la importación de bienes de consumo alimenticios y el resto de bienes, resulta patente que es la importación de manufacturas de consumo no alimenticias la que explica su mayor dinamismo a partir del tercer trimestre de 1991. Dentro del capítulo de importación de bienes de consumo, ha sido la importación de automóviles de turismo la que explica su mayor crecimiento. Frente a un aumento de la importación de bienes de consumo no alimenticio, en valor, del 33,6% en el período enero-julio de 1991, la importación de automóviles de turismo creció el 60,8%, limitándose al 22,5% el aumento del resto de bienes no alimenticios. La importación de automóviles de turismo en el período enero-julio de 1992, supera el 30% del total de importaciones de bienes de consumo. El resto de importaciones de bienes de consumo duradero (electrodomésticos, mobiliario y equipos electrónicos) que representa el 12,5% del total de importaciones de bienes de consumo, creció sólo el 17% en el período enero-julio de 1992. El descenso en las ventas de automóviles en agosto (-15%), podría ser la iniciación del paro en la demanda de automóviles y, concretamente, la continuidad del proceso de desaceleración en la importación de bienes de consumo que tímidamente se registró en el segundo trimestre del presente año.

EVOLUCION DEL CONSUMO PRIVADO
(Tasas reales de variación en % sobre igual período del año anterior)

	Importaciones de bienes de consumo	Ventas en grandes superficies	Consumo familiar bienes y servicios
1989	19,1	4,7	5,6
1990:			
I TRIMESTRE	13,9	6,5	2,7
II TRIMESTRE	13,9	6,7	3,4
III TRIMESTRE	12,2	5,9	4,5
IV TRIMESTRE	10,4	7,7	3,5
1991:			
I TRIMESTRE	7,9	7,2	4,3
II TRIMESTRE	13,4	7,2	2,0
III TRIMESTRE	19,0	5,0	1,8
IV TRIMESTRE	26,8	3,4	2,1
1992:			
I TRIMESTRE	28,1	1,6	3,5
II TRIMESTRE	21,1	0,8	2,0

Fuente: Dirección General de Previsión y Coyuntura e INE.

INSTANTANEA ECONOMICA

INSTANTANEA ECONOMICA
PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA
Cuadernos de Información Económica Núm. 66; Septiembre 1992

EVOLUCION DE LA POBLACION ACTIVA Y OCUPADA. PRIMER SEMESTRE 1992
(Tasa de variación sobre el mismo trimestre del año anterior)

Comunidades	Ocupados											
	Activos		Agricultura		Industria		Construcción		Servicios		TOTAL	
	1º Trim.	2º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	1º Trim.	2º Trim.
Andalucía	1,13	1,82	-8,85	-13,27	-0,67	-3,28	-6,36	-10,25	2,63	4,37	-0,86	-1,30
Aragón	1,69	1,39	-3,90	-2,44	-3,34	-3,28	2,39	5,22	0,23	0,69	-0,99	-0,29
Asturias	-3,30	1,30	-12,46	-9,11	-7,57	-4,76	-1,87	-5,11	1,41	4,89	-3,27	-0,63
Baleares	-2,41	-6,32	48,81	17,71	3,13	-15,22	2,56	-14,37	-4,49	-7,29	-0,53	-8,61
Canarias	3,38	1,41	16,52	19,88	-14,50	3,50	-13,44	-17,94	3,96	1,21	1,23	0,88
Cantabria	0,36	-0,67	-11,37	-6,47	1,03	1,09	14,10	1,20	0,11	-2,40	0,18	-1,76
Castilla-La Mancha	1,26	2,71	-2,93	-3,14	-6,65	-4,37	0,96	4,25	2,58	3,31	-0,70	0,64
Castilla y León	-1,19	1,11	-10,79	-5,52	0,97	-1,27	0,84	-6,24	-1,99	-0,39	-2,83	-2,11
Cataluña	0,00	-0,73	4,04	-1,79	-4,93	-4,25	-0,79	-2,74	1,72	-0,75	-0,70	-2,14
Comunidad Valenciana	1,43	0,55	-12,88	-23,55	0,48	0,09	-4,61	-7,40	0,73	0,25	-0,97	-2,69
Extremadura	2,55	-0,43	-8,72	-9,19	1,21	-7,21	-4,76	-7,34	2,18	0,99	-1,28	-3,23
Galicia	-0,61	0,87	-11,92	-8,28	8,20	1,50	-4,85	-0,10	-1,38	-2,84	-3,69	-3,52
Madrid	0,87	2,31	-60,00	-32,08	4,14	7,72	-17,18	-6,57	3,04	1,09	0,64	1,40
Murcia	3,27	2,92	15,37	-5,52	-7,98	-4,66	4,33	8,18	-5,53	0,90	-2,29	-0,60
Navarra	-0,44	-0,39	-12,77	-6,92	9,89	11,11	-13,79	-16,00	-1,09	-3,97	0,17	-0,54
País Vasco	-0,21	1,23	-25,20	-1,47	-1,89	-0,45	13,33	9,09	-0,75	1,66	-1,02	1,37
Rioja	1,11	-0,30	-1,82	-4,59	-4,79	-4,71	8,00	5,19	-1,43	-6,07	-1,78	-4,50
Ceuta y Melilla	-2,83	-1,43	40,00	25,00	-42,11	-57,14	-31,25	-12,50	-1,50	6,87	-4,90	1,65
Total	0,54	0,89	-8,25	-8,64	-1,38	-1,22	-3,92	-4,69	1,08	0,70	-1,04	-1,30

COMENTARIO:

La desaceleración de la actividad económica española en el primer semestre de este año, ha quedado reflejada en la evolución del empleo según la Encuesta de Población Activa de los dos primeros trimestres. El empleo en el primer trimestre descendió el 1,04%, respecto a igual trimestre de 1991. En el segundo trimestre, la caída fue del 1,30%. Como la población activa registró aumento del 0,54 y 0,89%, el paro encuestado aumentó el 8,74 y 12,47% en los primero y segundo trimestres, por lo que la tasa de paro en el segundo trimestre de este año se eleva, según la EPA, al 17,7% de la población activa.

Como consecuencia de todo ello, la mayor parte de las comunidades autónomas españolas, registran descenso del empleo, aunque con comportamiento desigual que parece conveniente matizar, a fin de detectar la incidencia de la crisis que, con toda probabilidad, va a deparar en el presente año, caída del PIB en algunas de las comunidades autónomas.

Población activa. El aumento de la población activa en el segundo trimestre (0,89%), es bastante concordante con el crecimiento de la población mayor de 16 años (0,98%). Todavía la mayor natalidad que tuvo lugar hasta mediados de los años setenta y el retorno de parte de la población emigrante del extranjero, depara crecimiento de la población residente mayor de 16 años con tasa de crecimiento en torno al 1,96% anual, tasa que tenderá a decrecer hasta confluir con el aumento vegetativo de la población española, situado actualmente alrededor del 0,2% anual. La evolución de la población mayor de 16 años, por comunidades, en el segundo trimestre de 1992 ha sido muy homogénea oscilando entre crecimiento del 1,54% en Canarias y el 0,46% de Aragón.

La evolución de la población activa ha tenido, sin embargo, un comportamiento muy desigual, que como puede verse, muestra algunas incoherencias al observarse lo acontecido en el primero y segundo trimestres del presente año.

Según la EPA ha descendido notablemente la población activa en Baleares (-4,4% en el semestre) y más moderadamente en Asturias y Cantabria. El descenso de la población activa en el segundo trimestre que aparece en Cataluña, Navarra, La Rioja y Extremadura habrá que tomarlo con alguna reserva.

Destaca el aumento de la población activa, por encima del crecimiento de la población en edad de trabajar en Murcia, Castilla-La Mancha, Madrid, Andalucía, Aragón y País Vasco.

Empleo. Según la EPA en el segundo trimestre de 1992, en relación a igual trimestre de 1991, se ha registrado pérdida de empleo superior al 3% en Baleares, La Rioja, Galicia y Extremadura. La mayor caída del empleo en Baleares, se corresponde con el descenso de su población activa. Un comportamiento irregular que habrá de confirmarse en las próximas encuestas. Algo parecido ocurre con La Rioja. El descenso de la población ocupada en Galicia y Extremadura, se explica por la profunda caída de la población agraria.

Descendió el empleo en más del uno por cien en la Comunidad Valenciana, Cataluña, Castilla y León, Cantabria y Andalucía. Descenso que se explica por la caída del empleo en construcción, aunque en el caso de Cantabria, se atribuye al empleo en servicios, lo que parece menos coherente.

En el segundo trimestre se ha registrado crecimiento del empleo en Ceuta y Melilla, Madrid, País Vasco, Canarias y Castilla-La Mancha. Crecimiento que se explica básicamente por su aumento en servicios.

Empleo según sectores. El proceso de la caída del empleo en la agricultura y pesca, mantiene el ritmo de los años precedentes, con descenso considerable en la Comunidad Valenciana, Andalucía, Asturias y Extremadura, caída que aparece en los dos primeros trimestres. Hay datos algo sorprendentes como el aumento del empleo agropesquero en los archipiélagos y la irregularidad mostrada en Murcia y Cataluña.

La caída del empleo industrial, parece confirmar la crisis del sector. Dentro del grupo de comunidades autónomas más industrializadas, destaca la pérdida de empleos en Asturias y Cataluña y, en menor medida, en Aragón y el País Vasco. Descenso que en el caso de Cataluña (-4,6%), parece excesivo. Es notable la pérdida de empleos en regiones menos industrializadas como Andalucía, Baleares, Canarias, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Extremadura, Murcia y La Rioja.

Según la EPA ha aumentado intensamente el empleo industrial en Madrid y Navarra y más moderadamente, en Cantabria y la Comunidad Valenciana. Datos todos ellos que hay que tomar con la mayor reserva.

En el sector de la construcción se ha generalizado la caída del empleo que se redujo en el 3,9% en el primer trimestre y el 4,7% en el segundo trimestre, siempre en comparación con igual período del año anterior. La mayor pérdida de empleos en construcción (segundo trimestre) aparece en Canarias (-17,9%), Navarra (-16%), Baleares (-14,4%), Ceuta y Melilla (-12,5%) y Andalucía (-10,2%). Perdieron empleo también la Comunidad Valenciana, Extremadura, Madrid, Castilla y León, Asturias y Cataluña. Según la EPA, aumentó el empleo en construcción en el País Vasco, Murcia, Aragón, La Rioja y Castilla-La Mancha, datos que habrá que tomar con alguna reserva mientras no se disponga de información sobre la afiliación a la seguridad social.

El sector servicios, sigue generando empleo aunque con mucha menos intensidad que en los años precedentes. Aumento del 1,1% en el primer trimestre y del 0,7% en el segundo. Destaca la caída del empleo (segundo trimestre) en Baleares y La Rioja. En Baleares se explica por la debilidad de la actividad turística. También registran pérdida de empleo en servicios Navarra, Galicia y Cantabria y en menor medida, Cataluña y Castilla y León. Ganaron empleo significativamente Ceuta y Melilla, Asturias, Andalucía y Castilla-La Mancha y moderadamente, el País Vasco, Canarias, Madrid, Extremadura, Murcia, Aragón y Comunidad Valenciana.

COMENTARIO FINAL

La Encuesta de Población Activa presenta resultados para el conjunto español, que se adaptan bastante bien a la posible evolución de la población activa y del empleo en relación a otros indicadores económicos; pero cuando los datos se desagregan por comunidades autónomas, la fiabilidad de sus resultados es mucho menor. Así, por ejemplo, parece poco coherente que el empleo en Baleares descendiera el 0,5% en el primer trimestre para caer hasta el 8,6% en el segundo trimestre, siempre en relación con igual trimestre de 1991. Cuando el análisis se hace por sectores y comunidades autónomas, surgen mayores reservas sobre la fiabilidad de los datos publicados. El Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, dispone de información mensual de la afiliación en alta laboral a la seguridad social por provincias y sectores productivos. La publicación de estos datos frente a los deducidos de la EPA, podría dar mayor luz sobre la evolución del empleo en las comunidades autónomas. Un dato que los responsables en cada comunidad deberían conocer para el seguimiento de la coyuntura económica regional.

LOS LIBROS DEL MES

España y la Unión Europea. Las consecuencias del
Tratado de Maastricht

Manuel Alonso Olea y otros

Escritos Económicos

Laureano Figuerola; Edit. Francisco Cabrillo

El régimen jurídico de las Cajas de Ahorros

Manuel Aragón, Rafael García y Juan Alfonso Santamaría

Contabilidad Nacional de España. Serie enlazada 1964-1991. Base 1986

Instituto Nacional de Estadística

NOTICIAS DE LIBROS

"España y la Unión Europea. La consecuencias del Tratado de Maastricht": Manuel Alonso Olea, José María de Areilza, Enrique Fuentes Quintana, Luis Angel Rojo, José Angel Sánchez Asiaín, Antonio Truyol Serra y Juan Velarde Fuertes; con un anexo a cargo de Juan Pérez Campanero. Real Academia de Ciencias Morales y Políticas; Círculo de Lecturas, y Plaza & Janés. Madrid, 1992. 289 páginas.

Se ha dicho acertadamente que el Tratado de la Unión Económica y Monetaria, acordado a finales de 1991 por el Consejo Europeo en la ciudad de Maastricht e inicialmente suscrito por los países comunitarios el 7 de febrero de 1992, supone un paso decisivo -seguramente el más importante desde el Tratado de Roma- en el proceso de integración de los países de la Comunidad Europea.

El proceso siguiente de ratificación del Tratado por los diferentes países y, en particular, el negativo resultado del referendun danés y el comprometido éxito del realizado en Francia, han puesto de manifiesto dos hechos claros: primero que, pese a la importancia del Tratado existe una considerable desinformación entre los ciudadanos europeos sobre su contenido y alcance; segundo que las consultas democráticas sobre la ratificación del Tratado, involucran necesariamente aspectos políticos internos de los diferentes países que enturbian el significado de sus resultados, desde la perspectiva estricta de la voluntad de avance en la construcción de la Unión Europea.

Ciertamente España no constituye una excepción a esas características. La desinformación del español medio sobre el alcance de Maastricht es manifiesta y se trasluce en la escasez y pobreza del debate tanto político, como el ofrecido en los medios de comunicación social, respecto al Tratado de la Unión Económica y Monetaria.

La tormenta monetaria que en los últimos tiempos se ha cernido sobre los mercados cambiarios, ha venido a complicar más la cuestión y a confundir la opinión del ciudadano que ha interpretado con frecuencia tales acontecimientos como un síntoma del derrumbamiento del proyecto de Unión Económica y Monetaria, cuando, en realidad, lo que ha sucedido es una brusca adecuación de los tipos de cambio a la situación económica de los diferentes países, que la ausencia de previos realineamientos de paridades en el seno del SME hacía inevitable y, por otra parte, demostrar la debilidad de los mecanismos de defensa de los tipos de cambio en el seno del Sistema Monetario Europeo, ante los movimientos especulativos.

No puede negarse que frente a la trascendencia de un Tratado que comporta obligaciones importantes que España habrá de asumir en el reto colectivo de la construcción de la Unión Europea, las autoridades españolas han sido un tanto pasivas respecto al deber de información de los ciudadanos. Una vez más han sido otras instituciones quienes han asumido en las medidas de sus posibilidades, esa tarea de informar sobre la significación de Maastricht para la economía y la sociedad española.⁽¹⁾

En ese marco, la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, organizó a raíz de los Acuerdos de Maastricht, y en colaboración con la Fundación Ramón Areces, un ciclo de conferencias que trataba de

(1) Digamos, de pasada, a título puramente informativo que la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, publicó íntegramente, en castellano, el texto del Tratado y que a través de las páginas de *Cuadernos de Información Económica* ha venido ocupándose reiterada y sistemáticamente de los temas relativos a la integración europea y a la Unión Económica y Monetaria. Concretamente, en este mismo número de *Cuadernos* se publica un amplio artículo de Ramón Boixareu sobre el estado actual de la cuestión.

proyectar socialmente, desde la elevada cota intelectual y la autoridad de sus miembros un conjunto de reflexiones útiles sobre el proceso de integración europea y el Tratado de Maastricht.

La obra que comentamos reproduce sustancialmente el contenido de ese ciclo de conferencias. Y es justo destacar tres características esenciales de esta edición: En primer lugar su oportunidad. El camino hacia la Unión Económica y Monetaria Europea plantea hoy problemas importantes para varios países comunitarios -entre ellos España- que los recientes acontecimientos monetarios, de los que constituyen un reflejo, han hecho más patente. En esas circunstancias conocer las pretensiones finales del Tratado de Maastricht y su anclaje histórico resulta un punto indispensable para reconducir con aceptación social el proceso -no exento de sacrificios- que culmine en la Unión Europea.

En segundo lugar la obra reproduce con su amplitud temática la diversidad de aspectos del Tratado. Recordando así a sus lectores la necesaria consideración de los aspectos políticos y sociales que junto con los económicos y financieros conforman el Tratado de Maastricht.

Finalmente es necesario destacar la rigurosidad y calidad de las diferentes colaboraciones que integran la obra, como corresponde a la personalidad de los académicos que en ella intervienen.

En lo que a su contenido se refiere, la obra se articula sobre siete colaboraciones de otros tantos académicos -que se corresponden con el contenido de sus intervenciones públicas en el ya citado ciclo de conferencias- y una introducción comentada a los puntos más destacables del Tratado de Maastricht que ayuda al lector a situar el proceso de construcción de la UEM, a cargo de Juan Pérez Campanero, bien conocido experto en estas materias y habitual colaborador de Cuadernos de Información Económica.

Los temas de la Unión Europea se introducen en la obra a través de la aportación de José M^a de Areilza que ofrece un repaso de los aspectos clave de la Unión europea en su dimensión política, en la estructura de sus órganos parlamentarios e, incluso, ofrece comentarios de interés sobre las posibilidades de la UEO como pilar europeo de la OTAN.

El académico Antonio Truyol, por su parte, analiza la etapa actual de la construcción europea en el proceso histórico de la Unión Política de Europa, utilizando su magistral conocimiento de la historia para enmarcar el Tratado de Maastricht que, en su opinión, constituye un paso importante -el que podía darse en la situación actual de Europa y del mundo- hacia la Unión política.

Manuel Alonso Olea, dedica su intervención al estudio de la política social europea, a través de las tres fases básicas de la construcción europea: el Tratado de Roma, el Acta Unica Europea y el Tratado de la Unión Europea de Maastricht.

En el terreno económico y financiero, la obra contiene cuatro trabajos fundamentales.

El primero de ellos recoge la posición de Luis Angel Rojo sobre la Unión Monetaria. Describe en primer lugar las características centrales de la UEM y su significado y analiza después con su habitual precisión los rasgos dominantes del proceso de transición -Banco Central Europeo, Políticas monetaria y presupuestaras hacia la Unión Económica y Monetaria diseñada en el Tratado de Maastricht.

El estudio de José Angel Sánchez Asiaín, se centra en el Sistema Financiero español ante la Unión Económica y Monetaria. Analiza las dificultades que los residuos de la anterior política financiera intervencionista impone a la nivelación del terreno en que las entidades financieras habrán de desarrollar la reforzada competencia del futuro y hace alarde de su experiencia y conocimiento en el estudio de los problemas estructurales del sistema financiero para competir con ventaja en el espacio unico europeo.

El Profesor Fuentes Quintana, Presidente de la Real Academia, centra su trabajo en los rasgos de la Hacienda Pública de la democracia española, deteniéndose en el análisis del comportamiento inadecuado en cuanto a la necesaria limitación del crecimiento del gasto que ha conducido a un abundante déficit público que dificulta la convergencia de la economía española con Europa. Comportamiento inadecuado de la Hacienda española en la democracia con fuerte arraigo social y político, que es urgente erradicar si se pretende cumplir con las condiciones establecidas en Maastricht.

Finalmente el Profesor Juan Velarde cierra con su extenso trabajo sobre los sectores productivos españoles el conjunto de las colaboraciones que componen esta obra, mostrando minuciosamente los problemas de los tres grandes sectores de la economía española y llamando la atención sobre la necesidad de una política sectorial adecuada que remedie las dificultades más significativas de cara a la integración económica plena.

En resumen, la lógica demanda de información que los españoles se formulan ante la integración económica europea y sobre el Tratado de Maastricht, las posibilidades que abre a la economía española y las limitaciones que comporta, tienen una primera respuesta de gran rigor intelectual y alto interés, en la obra cuyo contenido y orientación hemos comentado en las páginas anteriores.

Victorio Valle

Laureano Figuerola, *Escritos económicos*, edición y estudio preliminar de Francisco Cabrillo Rodríguez, Instituto de Estudios Fiscales. Madrid, 1991, 361 págs.

Al comentar esta recopilación de los escritos económicos de **Laureano Figuerola** es obligado empezar por la colección en que aparecen. En 1974 el Instituto de Estudios Fiscales sacaba a la luz la **Restauración Política de España** de Sancho de Moncada, en edición de Jean Vilar, texto con el que inauguraba la colección "*Clásicos del pensamiento económico español*", con la finalidad, en palabras del profesor Fuentes Quintana -ideador de la serie-, de "contribuir a rescatar a nuestros clásicos de la Economía y de la Hacienda de la actual situación de olvido y escasa difusión en que se encuentran". Y decía más adelante: "Resulta desolador que los textos fundamentales del pensamiento económico español disponibles en el mercado editorial se reduzcan hoy a unos pocos ejemplos aislados sin conexión alguna entre sí, ni continuidad apreciable". Efectivamente, ediciones, y excelentes, de clásicos económicos las había, como por ejemplo la de Gabriel Franco sobre Uztáriz, de 1968, la de Gonzalo Anes sobre Martínez de Mata de 1971, o la de José Larraz sobre Luis Ortiz, de 1970. Lo que la colección inaugurada en 1974 ha venido a dar es continuidad -a veces con intervalos sensibles y preocupantes en estos dieciocho años- a la publicación, no sólo de textos clásicos, sino de estudios monográficos sobre los autores de dichos textos. Porque en el caso de esta colección puede comprobarse con claridad cómo es cierta la afirmación de Say de que la oferta -la oferta de publicar- crea su propia demanda, en forma de estudiosos que se ven estimulados a completar su búsqueda por archivos y bibliotecas, a imprimir velocidad a sus trabajos, a recopilar y poner por escrito sus reflexiones. Si hoy en día la historia del pensamiento económico en España goza de buena salud, y así es, sin duda, como lo demuestran las tesis doctorales recientes de jóvenes especialistas (dentro del forzosamente reducido conjunto de esta disciplina, por la dificultad de sus requisitos) en no poca medida se debe a las oportunidades y estímulos que "*Clásicos del pensamiento económico español*" ha ofrecido. De los catorce números de la colección aparecidos desde 1974, seis son de autores de los siglos XVI y XVII, cinco de mercantilistas e ilustrados del XVIII, y tres de autores decimonónicos. La distribución por épocas no se corresponde mal con el valor y originalidad científica del pensamiento económico español; en todo caso habría un sesgo en contra de los siglos XVI y XVII. Quiere esto decir que el pensamiento económico español del Diecinueve es, sin duda, menos interesante que el de las épocas anteriores; sobre todo, menos creativo y autóctono. Pero no quiere decir, en modo alguno, que sea irrelevante o carezca de interés. Entre otros valores, las excelentes ediciones de Salvador Almenar y de Manuel Martín, sobre Flórez Estrada y el Marqués de Valle Santoro, respectivamente, nos enseñan cómo se recibió en la España decimonónica la teoría económica clásica.

En el caso que ahora nos ocupa, Laureano Figuerola, estamos en presencia de un personaje menos especulativo que Flórez de Estrada, pero no menos influyente en el movimiento liberal español. Con Canga Argüelles, Mendizábal y Madoz, compone Figuerola el grupo de grandes reformadores políticos liberales del siglo XIX, que llegaron a ejercer el poder e imprimieron innovaciones en muchos casos irreversibles. Tal vez fuera Figuerola, el último de los cuatro, cronológicamente hablando, quien pudo contemplar en vida cómo alguna de sus grandes reformas -la apertura arancelaria de 1869- fue abolida. Pero otras perduraron, así la reforma monetaria de 1868, que declaró la peseta moneda oficial dentro de un patrón bimetálico, alineándola con el franco francés, a fin de agilizar los intercambios internacionales, o la liberalización de inversiones en la minería, dando lugar a lo que el profesor Nadal ha llamado "la desamortización del subsuelo".

Figuerola, de longeva vida -alcanzó casi los noventa años- acabó viviendo en un mundo que le resultaba, en buena medida ajeno. Francisco Cabrillo, autor de la edición de estos escritos, en un certero y cuidadísimo prólogo, nos dice cómo en 1903, el año de su muerte, era Figuerola un hombre de una época ya desaparecida: republicano en un país con una Monarquía recuperada, librecambista en un ambiente de

proteccionismo casi indiscutido, y liberal cuando se extendía creciente desconfianza -no sólo en España- hacia la eficacia, y en definitiva hacia la verosimilitud, de la acción del mercado sin intervenciones públicas. Añade el profesor Cabrillo que siempre fue Figuerola hombre polémico, "admirado por muchos y denostado seguramente por más, sobre todo en su tierra natal, Cataluña, que nunca le perdonó la defensa que, a lo largo de toda su vida adulta, hizo de los principios librecambistas". Podría añadirse, como apostilla a esta observación, que Cataluña ha dado, en nuestros días, dos de los más notables economistas de indiscutible raigambre liberal: el profesor Sardá, autor de la liberalización económica de 1959, y el profesor Beltrán, uno de los grandes preservadores del pensamiento hayeckiano en España, cuando no soplaban vientos favorables para esta tendencia, y que es maestro, justamente, de Francisco Cabrillo.

Como destaca el editor de estos *Escritos*, Figuerola fue valiente expositor y defensor de sus opiniones, aun sabiendo que éstas no eran compartidas por la mayoría, en una sociedad donde -como decía Manuel Azaña- el Estado liberal vivió sin base popular, entre el tradicionalismo y la revolución. En segundo lugar, del atrayente retrato que hace de Figuerola el profesor Cabrillo, destaca su formación intelectual y su labor universitaria. Difusor de Bastiat en España, no sólo manifestó sus ideas desde la cátedra, sino que lo hizo, además, desde la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y desde el Ateneo de Madrid, además, naturalmente, por medio de sus muchos escritos. Precisamente, Francisco Cabrillo rescató de los archivos, hace unos años, el programa de la asignatura de Economía Política, que Laureano Figuerola presentó a sus oposiciones de cátedra de 1847, y lo incorpora ahora a este volumen, dentro de un capítulo titulado "Escritos sobre economía política, industrialización y socialismo". Al programa de Economía Política acompañan, en esta sección, entre otros escritos, un informe sobre la exposición universal de la industria, de Londres, de 1851, elaborado para la Sociedad Económica Barcelonesa de Amigos del País, una nota sobre la industria textil y la entonces candente cuestión de la maquinización, y un ensayo titulado "Filosofía del trabajo", que trata en realidad sobre el objeto científico de la economía. Figuerola fue decidido partidario de la libertad de cátedra y uno de los fundadores de la Institución Libre de Enseñanza.

En tercer lugar, además del aspecto doctrinario y del académico destaca en Figuerola el político, sin duda el de mayor trascendencia y el que le procuró, a la vez, fama y aversión. Curiosamente, esta aversión hacia la política de Figuerola continúa en nuestros días, y como dice el profesor Cabrillo, entre los historiadores de la economía es mayoritaria la postura adversa a las reformas de Figuerola, lo que él atribuye a los prejuicios proteccionistas e intervencionistas de los propios historiadores. Seguramente es así, pero también se pueden apreciar en nuestros días, defensores de la liberalización económica y de la apertura hacia el exterior que Figuerola impuso a raíz de la revolución de 1868. Particularmente, las reformas arancelaria y monetaria, y la flexibilización de las inversiones extranjeras llevadas a cabo por Figuerola han ganado consideración, en estos últimos años, entre los estudiosos de la economía española del XIX, aunque, desde luego, en abierto debate con sus detractores.

Había, además, que distinguir entre las reformas económicas de Figuerola y las hacendísticas. Precisamente a los escritos sobre Hacienda Pública de Figuerola está dedicada la tercera parte de este volumen, estándolo la segunda e intermedia a la polémica entre protección y librecambio. Si alguna de las reformas de Figuerola fue fugaz e inoperante se trata de la fiscal. Concebida en una dirección personalizadora pero falta de base técnica y administrativa, dicha reforma fiscal fracasó. Como ha puesto de manifiesto en su monografía sobre la Hacienda de la revolución de 1868 el profesor Martín Niño, Figuerola recibió múltiples críticas en su tiempo -algunas durísimas, incluso de sus correligionarios en el Parlamento- por sus operaciones de crédito exterior, sobre todo dadas las condiciones sumamente desfavorables para el Estado que acabó concediendo ante los prestamistas internacionales, como los Rothschild. Esta actitud de debilidad resulta más incomprensible si se recuerda que la revolución de 1868 fue recibida en las bolsas extranjeras con una cotización al alza de los valores españoles. Tanto por la irrealidad de sus planteamientos de reforma tributaria, como por su debilidad negociadora en el mercado financiero, nos es difícil establecer un juicio positivo sobre Figuerola como Ministro de Hacienda. En cambio, creo que su gestión al frente de la economía española

-desde una perspectiva histórica- tuvo efecto muy positivo. En definitiva, podría decirse que Figuerola fue mejor Ministro de Economía que Ministro de Hacienda.

Deben concluirse estas líneas con una doble manifestación: de elogio merecido hacia la edición que Francisco Cabrillo ha hecho de los escritos de Figuerola, y de un vehemente deseo de que el Instituto de Estudios Fiscales continúe llevando adelante la colección "Clásicos del pensamiento económico español" con la misma eficacia y cuidado con que lo ha hecho hasta ahora.

Pedro Tedde de Lorca

Manuel Aragón Reyes, Rafael García Villaverde y Juan Alfonso Santamaría Pastor, El régimen jurídico de las Cajas de Ahorros, Caja de Madrid, 1991. 644 págs.

No es frecuente que tres profesores universitarios, procedentes de campos diversos (el derecho constitucional, el mercantil y el administrativo), unan sus esfuerzos para afrontar el estudio de una institución. Y, sin embargo, así ha ocurrido en esta ocasión en que, bajo el patrocinio de la Caja de Ahorros de Madrid, los profesores Aragón, García Villaverde y Santamaría han abordado el estudio del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros, produciendo un verdadero manual del Derecho que regula estas entidades.

Esta sola noticia ya debe ser recibida con alegría, porque la bibliografía relativa al ordenamiento jurídico de las entidades de crédito es singularmente escasa y, más especialmente, en lo que a las Cajas de Ahorros se refiere. Aunque existen algunos trabajos de carácter institucional y una relativa abundancia de análisis económicos de la actuación de las Cajas, el campo jurídico desde el punto de vista de su ordenación muestra un claro déficit de tratamiento.

Pero, además, el trabajo que comentamos tiene la gran ventaja de que los especialistas que lo han realizado han podido abordar la visión panorámica del régimen jurídico de las Cajas desde la peculiar perspectiva de cada uno de ellos. Así, los presupuestos constitucionales, los aspectos orgánicos y la intervención administrativa son los tres grandes bloques de materias que aparecen abordadas en esta obra.

Dentro de los aspectos constitucionales, ocupa un lugar especialmente destacado el análisis de la jurisprudencia emanada del Tribunal Constitucional en punto a la Ley 31/1985, reguladora de los órganos rectores de las Cajas, materializada en las Sentencias 48 y 49 de 1988, de 22 de marzo, sentencias que han tratado de poner un cierto orden en el esquema de reparto de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas en materia de actividad y organización de las Cajas, por más que muchas de sus afirmaciones no hayan sido acogidas con demasiado favor por la doctrina. La postura mantenida, por ejemplo, en relación con la naturaleza fundacional de las Cajas por el Tribunal Constitucional no puede decirse que sea un modelo de claridad lógica-jurídica. En todo caso, el análisis de esta jurisprudencia se ha realizado con rigor y con la suficiente perspectiva temporal, lo que ha permitido a los autores sentar criterios más firmes que los apuntados en los comentarios de urgencia que se publicaron en el momento en que las sentencias fueron dictadas.

El segundo bloque de cuestiones son las que se tratan al hilo del análisis de los órganos de las Cajas de Ahorros. Puede afirmarse que es éste el estudio más cuidado que hasta el momento se ha producido en esta materia. Sin que ello signifique olvido de aportaciones anteriores tan valiosas como han sido las de González Montero, la técnica seguida de comparación con los aspectos orgánicos de las sociedades anónimas permite una mayor amplitud en el planteamiento y posible solución de los problemas que plantea nuestro ordenamiento.

Por último, los aspectos administrativos, de intervención pública en la actividad de las entidades de crédito, son quizá los que cuentan con algo más de bibliografía -los trabajos del equipo dirigido por Tomás Ramón Fernández en punto a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y las aportaciones de Martín Retortillo, por citar algún ejemplo- a lo que ahora se une la obra señalada.

En todo caso, hemos de esperar que los autores no se contenten con haber realizado esta aproximación al Derecho de las Cajas de Ahorros. Los cambios legislativos que se han producido desde la publicación de la obra son ya lo suficientemente importantes como para animar a la preparación de una segunda edición.

Recordemos, en este sentido, la Ley 13/1992, de 1 de junio, que ha regulado el nuevo coeficiente de solvencia; las modificaciones introducidas en el coeficiente de Caja por la Orden de 29 de enero de 1992, o el impacto que la Ley 29/1991, de 16 de diciembre, ha supuesto sobre el régimen fiscal de las fusiones, emisiones, aportaciones de activos y canjes de valores.

Y algo más, el rigor técnico y la sólida preparación científica de los autores autoriza a pedirles que, en las deseables nuevas ediciones, nos den su valiosa opinión sobre puntos polémicos de la realidad actual de las Cajas de Ahorros como son el de las ventajas e inconvenientes de la adopción de forma societaria, o, como apunta en el prólogo de la obra el prof. Terceiro, Presidente de Caja Madrid, los problemas que suscita la conformación de grupos empresariales encabezados por una Caja de Ahorros.

En definitiva, hemos de cerrar este comentario felicitándonos por la aparición de este libro y animando a sus autores y a la entidad patrocinadora a la continuación de la línea de investigación emprendida, tan necesitada del esfuerzo de quienes, como ellos, han mostrado su solvencia científica y técnica y su inteligencia en el tratamiento de los problemas abordados.

