

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL
RESERVADO**

PROBLEMAS ECONOMICOS Y FINAN
CIEROS ESPAÑOLES: UNA VALORA
CION FRENTE A 1989.

Cuaderno N° 21 Diciembre 1988



Fundación Fondo
para la
Investigación
Económica y Social

Obra Social
de la Confederación
Española
de Cajas de Ahorros

Ejemplar núm.

1

PROBLEMAS ECONOMICOS Y FINAN
CIEROS ESPAÑOLEs: UNA VALORA
CION FRENTE A 1989.

Cuaderno N° 21 Diciembre 1988

S U M A R I O

. PRESENTACION

. PROBLEMAS ECONOMICOS Y FINANCIEROS ESPAÑOLES: UNA VALORACION
FRENTE A 1989:

- I. Los escenarios de la economía española frente a 1989.
Enrique Fuentes Quintana.
- II. El comportamiento del ahorro en España.
Victorio Valle
- III. Armonización financiera europea: situación actual.
Raimundo Poveda
- IV. Perspectivas del sistema financiero español.
Manuel Conthe

. EL SECTOR EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA:

- La balanza de pagos en España
Enrique Alejo González
- La balanza de pagos tras la adhesión de España a la CEE:
evolución y perspectivas
Angel Laborda Peralta
- La inversión extranjera en España durante el primer semestre de 1988
Silvia Iranzo Gutierrez.

. Notas de una experiencia en una Federación Regional de Cajas de Ahorro.
Reflexiones sobre la dimensión de las Cajas de Ahorro ante el reto del Mercado Unico Europeo.
Agustín Garmendia Iribar

. RESUMEN DE PRENSA

- La información económica en la prensa internacional

. ARTICULOS DEL MES

- "El futuro de la Reaganomía"
William Niskanen
- "Bush y el ahorro necesario"
Martin Feldstein
- "La arbitrariedad del mercado"
Herbert Stein
- "Por qué el liberalismo ha quedado obsoleto"
Milton Friedman (Entrevista por Peter Brimelow)

- . GRAFICO DEL MES : Inversión extranjera en España.
- . INSTANTANEA ECONOMICA: Previsión 1989, una síntesis.
- . LIBRO DEL MES: Keynes, Ensayos de persuasión.

PRESENTACION

Las fechas que vivimos y las circunstancias que rodean estos días finales de 1988 obligan a preguntar: ¿Dónde está hoy la economía española y hacia dónde la llevan las actividades y comportamientos de sus intérpretes tal y como estos se manifiestan en los hechos que hoy definen la vida española?.

Contar como vemos, desde la Fundación F.I.E.S. de las Cajas de Ahorros Confederadas, la respuesta a esa pregunta constituyó el propósito de la Reunión, a la que convocamos a Presidentes y Directores de las Cajas de Ahorros y a destacados intérpretes de nuestra política financiera, el pasado día 12 de diciembre.

Son las intervenciones de esa Reunión las que abren este número de "Cuadernos" y que ofrecemos a nuestros lectores con la pretensión ambiciosa de que las mismas constituyan una valoración orientadora sobre los problemas económicos y financieros españoles frente al incierto y comprometido ejercicio de 1989.

Los cuatro trabajos que presentan esta valoración contemplan un amplio horizonte constituido por el repaso de los escenarios de la economía española, el preocupante comportamiento del ahorro privado, las tendencias de la armonización financiera de la CEE y el panorama que presenta el sistema financiero tal y como lo ve quien hoy asume la responsabilidad de su orientación política desde la Dirección General del Tesoro y la Política Financiera.

Nada deseáramos más quienes elaboramos "Cuadernos" que esas páginas contuvieran ideas que fueran útiles para orientar las decisiones de los hombres de las Cajas de Ahorros en el difícil ejercicio que nos aguarda. Y nada nos gustaría más a quienes hacemos

"Cuadernos" que recibir los comentarios críticos y sugerencias de las valoraciones que les enviamos.

La segunda sección de "Cuadernos" trata de atraer la atención de los lectores hacia un campo al que a los españoles nos cuesta especial esfuerzo contemplar y más aún cultivar con acierto. Se trata del que los economistas denominan sector exterior. Un campo con nombre equívoco porque el sector exterior no es un sector más de una economía nacional, sino que es más bien un corte transversal de las actividades productivas -de todas las actividades productivas- nacionales que nos muestra nuestra capacidad competitiva frente al resto del mundo y las limitaciones que esta competitividad establece para dar continuidad al desarrollo económico. España ha tropezado reiteradamente a lo largo de su historia contemporánea con esa limitación que establece su sector exterior. 1988 señala la vuelta al déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Adquirir conciencia de este hecho, de sus causas y de su significación es el propósito al que aspiran las colaboraciones que les ofrecemos sobre el mismo. Como el lector comprobará examinando esos trabajos, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente en 1988 no constituye un hecho aislado sino el eslabón de una cadena de déficit futuros, una cadena que no debe atar las posibilidades de un crecimiento económico continuado que España tanto necesita para remediar sus dos hondos y más difíciles problemas: el de crear empleos para su población y, en especial, para la población juvenil y el de mejorar su estructura productiva con la que competir con ventaja en el Mercado Común europeo del que somos parte. Porque lo que nuestro Tratado de Adhesión con la CEE significa es no sólo que los países de la CEE entren en España con la fuerza que lo están haciendo y que muestran las cifras de nuestras importaciones de Europa sino, también, de que España entre en los países de la CEE con más vigor del que manifiestan nuestras exportaciones a la Europa de los 12.

En esa estrategia del sector exterior, las inversiones extranjeras en España desempeñan un papel cuya extraordinaria importancia

es difícil de exagerar con cualquier calificativo. Al análisis de la inversión extranjera en España se dedican dos trabajos en este número de "Cuadernos". El primero, "La inversión extranjera en España en el primer semestre de 1988", presenta un estudio detallado de los hechos en que se revela su singular dinamismo pero también las propiedades que manifiestan sus debilidades. El "Gráfico del Mes" complementa el conocimiento de la inversión extranjera lanzando la mirada hacia atrás, para contemplar su comportamiento a lo largo de la democracia española. El salto espectacular de la inversión extranjera en 1986, coincidiendo y no por casualidad con la Adhesión de España a la CEE, prueba la importancia de esta partida de la balanza de capitales, al mismo tiempo que su desaceleración en 1988 indica los problemas que la inversión en cartera -como parte de esa inversión extranjera- plantea ya hoy y más aún de cara al futuro.

"Cuadernos" incorpora a este número una colaboración a la que deseáramos dotar de la debida continuidad. Se trata de analizar en ella los problemas específicos de las Cajas de Ahorros tal y como éstos se viven y se juzgan desde las propias entidades. El trabajo de Agustín Garmendia presenta a los lectores las actividades de la Federación Nacional de las Cajas de Ahorro Vasco-Navarras colocando un acento de atención sobre el problema de las dimensiones de las Cajas de Ahorros ante el reto del Mercado Común europeo y que, tan justificadamente, preocupa hoy al sector al que demanda la adopción de comprometidas decisiones.

El "Resumen" de la prensa internacional que "Cuadernos" ha procurado cuidar con la atención que merece desde su primer número destaca aquellas cuestiones que consideramos de especial interés. Pese a su extensión, el contenido de ese resumen realiza -como en anteriores ocasiones- una selección que creemos cuidadosa de las noticias de la economía internacional y supone muchas horas de atenta lectura que estamos seguros estiman cuantos la siguen.

La sección de "Artículos del Mes" trae a la atención de los lectores cuatro documentos de una misma procedencia en cuanto a los autores y casi todos ellos con el mismo tema. La procedencia es Estados Unidos. El tema preocupante la situación económica heredada por el nuevo Presidente norteamericano. Preocupante, se afirma, porque sus dos grandes desequilibrios -el exterior de la balanza de pagos por cuenta corriente y el interno que parte del déficit presupuestario del sector público y del bajo nivel de ahorro privado- vienen arrastrándose de años atrás levantando justificadas preven- ciones de los restantes países occidentales. Esos dos déficit gеме- los se han situado hoy en valores prácticamente iguales en torno a 150.000 millones de dólares. Que esos dos desequilibrios constitu- yen un problema de la economía mundial no lo duda nadie en la ac- tualidad. Como tampoco se duda de las dificultades y consecuencias de su desaparición para el desarrollo económico y la prosperidad de los distintos países occidentales. Es evidente que la demanda mun- dial y el desarrollo de los países de la Comunidad Atlántica cuenta con el gasto americano como una de las fuerzas que arrastran a sus economías. Por tanto, remediar los déficit gemelos estadounidenses requiere reconocer sus causas y prevenir sus efectos. El examen de esos problemas -desde perspectivas diferentes- es el que realizan los autores de los artículos elegidos en este mes. Autores todos ellos destacados y firmas de primer orden en el mundo de la econo- mía.

William Niskanen, miembro del Consejo de Asesores del Presi- dente Reagan de 1981 a 1985 y autor del mejor análisis contemporá- neo sobre los problemas que plantea la burocracia a una Hacienda Pública democrática, analiza en su artículo el significado de la política económica de Reagan y los peligros que afronta hoy la so- ciedad americana para conseguir su continuidad.

El segundo artículo ha sido escrito por Martin Feldstein, an- tigo miembro también del Consejo de Asesores Económicos de Reagan y que dimitió de su cargo por las discrepancias con el Presidente

sobre el déficit público, cuyo daño para la economía americana estimaba en mucho y obligaba -en su opinión- a eliminarlo progresivamente. Una propuesta que la Casa Blanca no aceptó. El trabajo de Martin Feldstein en esta oportunidad destaca como problema económico básico de los Estados Unidos de hoy, el bajo nivel del ahorro privado y propone una amplia estrategia fiscal para su elevación.

Herbert Stein, antiguo Presidente del Consejo de Asesores de Nixon y Ford y uno de los más destacados hacendistas norteamericanos, orienta sus observaciones en el artículo que de él se publica sobre la realidad estadounidense llamando la atención sobre los problemas del desarrollo económico a medio y largo plazo, problemas para los cuales los comportamientos del mercado a corto plazo no siempre ofrecen las respuestas más adecuadas.

La entrevista con Milton Friedman, Premio Nobel de Economía, que cierra esa sección, constituye un muestrario actualizado de su pensamiento liberal, con cuyas valoraciones quizás el lector pueda discrepar, pero en lo que coincidiera es que resulta difícil hacer una defensa más inteligente y hábil del sistema de economía libre de mercado y un ataque mejor a los peligros del intervencionismo que el que Friedman despliega a lo largo de toda la entrevista.

Dos trabajos más completan este número de "Cuadernos":

- * La "Instantánea Económica" que analiza las variaciones de la población activa, el empleo y el paro en España a partir de la EPA del tercer trimestre (última publicada), destacando sus variaciones por Comunidades Autónomas.
- * El "Libro del Mes" para el que hemos elegido "Los Ensayos de Persuasión" de John Maynard Keynes por las razones múltiples que el lector encontrará si leyere lo que en esa sección se dice.

* * *

"Cuadernos de Economía" cierra con este número 21 su segundo año de vida y lo hace tratando de servir al propósito para el que se diseñó: ofrecer a los Presidentes y Directores de Cajas de Ahorros ideas, cifras, documentos y opiniones con los que mejorar su información y sus conocimientos sobre los problemas económicos de nuestro tiempo. Cuando hoy repasamos lo que en "Cuadernos" hemos publicado quienes elaboramos su contenido, con un esfuerzo al que solo supera nuestra ilusión por acertar, creemos haber ofrecido un producto informativo distinto que no estaba en el mercado y que cuenta con una demanda creciente, pues son muchos los Presidentes y Directores de Cajas de Ahorros que nos han solicitado el envío de más ejemplares para sus colaboradores más directos.

Al entrar, en 1989, el tercer año que vive "Cuadernos", nuestra publicación quisiera hacer bueno ese refrán popular que proclama que "a la tercera va la vencida", manifestando de esta forma nuestra voluntad de que el nuevo año arraigue el uso de las informaciones que ofrecemos en las costumbres de los lectores y que esa información tenga también retorno. Una información que "Cuadernos" confía seguir recibiendo de los Presidentes y Directores de las Cajas de Ahorros y de cuantos en ellas trabajan en forma de críticas, propuestas y colaboraciones con cuya ayuda mejorar su contenido.

Con el envío de la felicitación navideña y de los mejores deseos para el incierto 89, quedamos a la espera de esos envíos que les pedimos desde el nuestro: este número 21 de "Cuadernos" con el que cerramos el año 1988.

Enrique Fuentes Quintana
Director General de la Fundación F.I.E.S.
de las Cajas de Ahorros Confederadas

PROBLEMAS ECONOMICOS Y FINANCIEROS ESPAÑOLES:
UNA VALORACION FRENTE A 1989.

- I. Los escenarios de la economía española frente a 1989.
Enrique Fuentes Quintana.
- II. El comportamiento del ahorro en España.
Victorio Valle.
- III. Armonización financiera europea: situación actual.
Raimundo Poveda.
- IV. Perspectivas del sistema financiero español.
Manuel Conthe.

PROBLEMAS ECONOMICOS Y FINANCIEROS ESPAÑOLES: UNA VALORACION
FRENTE A 1989

Fieles a una tradición que un uso continuado ha convertido en respetada costumbre, la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas ha querido convocar de nuevo un encuentro en el que intercambiar informaciones y valoraciones sobre distintos aspectos de la situación económica y financiera en la actualidad. Un encuentro que contara con la triple presencia de los Presidentes y Directores de las Cajas de Ahorros, la de quienes dirigen desde puestos de responsabilidad política nuestra vida financiera y la de los que desde la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas tratamos de seguir esas incidencias de la vida económica y financiera del país para definir los que estimamos que constituyen los principales problemas, para valorar su importancia y contribuir a su mejor diagnóstico y sugerir -cuando ello es posible- las que consideramos sus mejores soluciones. En esta ocasión, ese encuentro, realiado en Madrid en la no muy oportuna fecha del 12 de diciembre de 1988, se articuló en torno a tres temas preferentes:

* Un repaso de apreciación de las características que configuran el momento actual de la economía española y sus riesgos y oportunidades de cara al futuro. Dos fueron las ponencias presentadas con este propósito, la del Profesor Fuentes Quintana ("Los escenarios de la economía española frente a 1989") y la del Profesor Victorio Valle ("La economía española frente al ahorro: problemas actuales").

* El proceso de la armonización financiera de Europa, que se ha convertido en uno de los factores más importantes y continuados de innovación y cambio en la actuación de nuestras entidades de crédito, fué analizado por Raimundo Poveda, que

cuenta con una posición privilegiada para su seguimiento por su doble presencia en el Banco de España y en la representación de nuestro país en las Instituciones comunitarias.

* Describir el momento que vive el sistema financiero español y comentar los principales cambios realizados -alguno en fechas bien recientes- y los que se programan para el futuro inmediato dió su contenido a la intervención del nuevo Director General del Tesoro y Política Financiera, Manuel Conthe.

Quienes trabajamos en la Fundación FIES deseáramos agradecer el trabajo de las ponencias y la disposición al diálogo de Raimundo Poveda y Manuel Conthe que animaron con sus interesantes intervenciones este encuentro y la impagable presencia de los Presidentes y Directores que, sacrificando su tiempo y asumiendo el coste y sacrificio de su desplazamiento en fechas cargadas de trabajo, asistieron a la reunión que habíamos convocado.

La Fundación FIES ha considerado útil recoger en este número de "Cuadernos" el contenido de las ponencias presentadas en esta reunión de trabajo por el orden en el que fueron expuestas.

I

LOS ESCENARIOS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA FRENTE A 1989
por Enrique Fuentes Quintana.

Introducción

1. Los hechos que condicionan la vida económica española en estos meses finales de 1988 y que definen los riesgos y oportunidades de 1989, se desarrollan en cuatro escenarios diferentes aunque relacionados entre sí:

A. En primer término está el escenario del contexto internacional que nos condiciona. España ha dejado de ser la economía

aislada de los años 60 que se prolonga hasta nuestra transición democrática iniciada en 1975. En este año, el total de nuestros intercambios de bienes y servicios con el resto del mundo no iba más allá del 25 % de nuestra producción total. A finales de 1988 su valor se situará en el 40 %. Un nivel que continúa ascendiendo año tras año y testimonia la creciente apertura de nuestra economía frente al resto del mundo que el Tratado de Adhesión a la CEE intensificará más aún en el futuro inmediato. Es la realidad que estas cifras proclaman sin retórica, la que nos dice que no es posible saber lo que a la economía española le sucede sin conocer lo que a Europa le pasa.

B. El segundo escenario lo ocupa por entero la fuerza vigorosa de la demanda interna. Es decir, la demanda agregada del consumo de las familias españolas, de la inversión de nuestras empresas, del gasto, en fin, de las Administraciones Públicas. Escenario éste en el que se van a decidir en gran parte las oportunidades y también los riesgos del desarrollo económico del país en 1989.

C. El tercer escenario refiere el peculiar comportamiento de las Administraciones Públicas españolas, es decir, de los gastos e ingresos públicos y la relación entre ellos del Estado, de la Seguridad Social, de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales. A esas actividades de las Administraciones Públicas les sucede algo semejante a lo que ha ocurrido a nuestras relaciones con el exterior. En efecto, en 1975 los gastos totales de las Administraciones Públicas y sus ingresos no financieros se situaban en el 25 % del PIB, manteniendo además un equilibrio entre sí. En 1987 los gastos públicos han superado el 42 % del PIB mientras los ingresos no lograban pasar del 37 %, lo que ha abierto una brecha deficitaria que se ha venido recogiendo por la Hacienda española desde hace más de una década. Ese cambio en los niveles y en el comportamien-

to del Sector de Administraciones Públicas condiciona e influye en la actividad económica española. Las Administraciones Públicas han alcanzado una importancia innegable -aunque no fuera más que por puras razones de cantidad- que traduce su influencia sobre el proceso productivo español. Por ello, su programada conducta de cara al próximo ejercicio puede ser considerada como un dato fundamental, como un escenario básico, cuyos acontecimientos deben valorarse de cara a inventariar las posibilidades económicas del futuro.

D. El cuarto escenario, en fin, es el que consigna la falta de diálogo y la pérdida de consenso entre los agentes sociales y el Gobierno, es decir, entre los representantes del empresariado, del mundo del trabajo y el poder ejecutivo. Un acuerdo entre estas fuerzas es el que estuvo detrás de los grandes triunfos sobre el proceso de inflación en España en la etapa 1977-85 y cuya ruptura actual amenaza a la moderación salarial, a estabilidad de los precios y al empleo.

¿Qué es lo que sucede en esos cuatro escenarios en los que se decide el futuro de la economía española? Responder a esta pregunta constituirá el propósito de mi intervención.

El escenario económico internacional: sus características principales y sus factores de incertidumbre e inestabilidad.

2. Las economías occidentales tal y como las ven hoy el Comité de Política Económica de la OCDE y la Comisión de las Comunidades Europeas ofrecen un panorama en el que destaca la presencia de tres acontecimientos:

a) El ejercicio de 1988, fecha para la economía internacional el sexto año de recuperación económica abierta desde 1983. Lo fecha y lo intensifica al mismo tiempo, pues el año 88 será el mejor de los últimos quince, apreciado por la tasa de crecimiento del PIB que se aproximará al 4 %. Un crecimien-

to intenso y además compartido pues de él han participado todos los países de la OCDE y de la CEE. Hasta la República Federal de Alemania ha crecido vigorosamente aunque lo haya hecho más bien empujada por el crecimiento ajeno que por la voluntad política propia. Todo ello contrasta abiertamente con la fuerte recesión que se temía para el presente año a raíz de la crisis bursátil del 19 de octubre de 1987. Ese crecimiento intenso y compartido ha afectado con singular intensidad a las inversiones productivas que han vuelto a registrar sus viejos ritmos -perdidos durante muchos años- de crecimiento de los años 60. La mejora en el ambiente económico ha afectado también al comportamiento del consumo privado que ha empujado -con la destacada fuerza que posee- al gasto nacional.

El dinamismo de la actividad económica que registra 1988 es el reflejo de una larga lista de factores: 1º. La mejora de la relación real de intercambio debido a la caída de los precios del petróleo en 1986; 2º. El sentimiento cada vez más compartido de que los progresos realizados en la lucha contra la inflación en la primera mitad de los años 80 no se perderán en el futuro; 3º. La moderación persistente en el aumento de los salarios nominales en la mayor parte de los países; 4º. La reconstrucción de los márgenes de beneficio y el saneamiento de la situación financiera de las empresas que habían sufrido un gran deterioro durante la etapa crítica. A estos cuatro factores se han añadido otros tres fundamentales: 1º. los efectos expansivos de las políticas de facilidad monetaria aplicadas después de la caída bursátil de octubre del 87; 2º. La práctica de reformas estructurales en muchos países (aunque no en todos), que han flexibilizado el funcionamiento de las economías en que se han incorporado; 3º. La intensificación de la cooperación económica internacional que ha estado presente en el clima de calma que han vivido los distintos mercados financieros a lo largo del ejercicio de 1988.

b) La caída de la inflación que dominó la etapa 83-87 se ha interrumpido en el ejercicio actual, acelerandose -modesta, pero perceptiblemente-el alza de precios con cuatro escenarios nacionales destacados: Estados Unidos, Canadá, Italia y Reino Unido (con tasas de crecimiento de los precios comprendidas entre el 4,9 para Italia y el 4,1 para Estados Unidos). Sin embargo, lo que se ha acentuado sobre todo en el año actual es el temor a que la inflación resurja y encienda de nuevo la espiral precios-salarios. Estos temores han tratado de conjurarse con una decisión partida de los Estados Unidos: la subida de los tipos de interés -que se registró en el verano del 88- ante los temores del rebrote inflacionista y el intenso nivel de la actividad económica. Europa, con Alemania y el Reino Unido como centros fundamentales, ha participado de esta política alcista de los tipos de interés. La pronta adopción de estas decisiones sobre el tipo de interés y las favorables noticias provenientes del mercado del petróleo en 1988, así como la calma que los precios de las materias primas -tan inquietos en la primera mitad del año- registraron a partir de agosto, han hecho que la marcha de los precios aunque no haya continuado descendiendo, no presente síntomas inquietantes respecto a una vuelta de sus ritmos en el pasado.

Junto a este rebrote inflacionista, los países europeos acusan la presencia del paro como el principal problema para el conjunto de la CEE. Sus cifras en verdad son alarmantes: el paro se ha duplicado durante los años 70 pasando de 2.8 millones de parados en 1973 a 7 millones en 1979 y ha vuelto a duplicarse desde comienzos de los años 80, alcanzando en 1988, 15.4 millones de personas. El paro juvenil para la media de la CEE sobrepasa el 20 % y el de larga duración, el 50 %.

La creación de empleos que acompaña a la recuperación de la economía, ha detenido este proceso devastador estabilizando el paro desde 1987. Sin embargo, la situación europea no es satisfactoria si se la compara con la ejecutoria de otros paí-

ses (Estados Unidos y Japón) y con el propio mercado de trabajo de Europa de los años 60. La CEE ha reclamado de los distintos países miembros la máxima atención para este problema mediante la aplicación de una política macroeconómica que reafirme la expansión, pero vigilando cualquier descuido monetario o desequilibrio presupuestario y practicando una política de moderación salarial con la que los ocupados deben manifestar -sin retórica ni falsa demagogia- su verdadera solidaridad con los parados. Esta política macroeconómica debería ser completada con una política microeconómica que se considera fundamental por todas las entidades internacionales -OCDE, CEE, OIT, FMI-, tendente a aumentar la flexibilidad de los distintos mercados de bienes, de capital y de trabajo.

c) Tanto el Secretariado, como los países de la OCDE preven una desaceleración en el crecimiento del PIB en 1989. La OCDE para el conjunto de los países que la integran, pronostica un crecimiento PIB en el 89 en torno al 3 % y en 1990 menos del 3%. La CEE es aún más pesimista y adelanta un 2.75 como tasa de crecimiento del PIB para el próximo ejercicio de 1989. Esas previsiones están sin embargo rodeadas de escepticismo. La verdad es que el desarrollo espontáneo de la coyuntura ofrece síntomas contradictorios. A favor de la continuidad de la expansión apuntan los altos beneficios empresariales, lo que reforzará las intenciones de la inversión privada. Los aumentos de los salarios y el empleo sostendrán el consumo familiar, mientras las exportaciones podrán seguir apoyándose en el crecimiento previsto del comercio mundial (8.75 % en 1988 y 7.25% previsto para el año próximo). En contra de la continuidad de la expansión y a favor de una inflexión de ésta figuran las limitaciones impuestas por la capacidad productiva disponible, el propio salto ya dado por la inversión en los últimos años y, sobre todo, los peligros que vienen de dos graves desequilibrios que siembran el temor de los observadores económicos, que aparecen con continuidad,

es decir, sin solución, en los foros y reuniones internacionales: el déficit público americano y los desequilibrios de los pagos exteriores entre Estados Unidos respecto de Japón, la CEE y los cuatro Dragones orientales (Taiwan, Corea del Sur, Hong-Kong y Singapur).

Esos dos déficits gemelos han producido una situación actual que Stephen Marris ha resumido con claridad dramática: "En 1987, los Estados Unidos importaron cerca de dos veces más de lo que exportaron. Gastaron 150.000 millones de dólares más en otros países para pagar sus importaciones, de lo que ganaron con sus exportaciones en ellos. Por su parte, el Gobierno Federal gastó en el interior 150.000 millones de dólares más de lo que ingresó por impuestos. Como Estados Unidos cuenta con 75 millones de familias, cada una de ellas ha gastado por término medio el pasado año 2.000 dólares más de lo que ha ganado, cantidad que ha tenido que ser pagada por el extranjero. Todo ello ha convertido a Estados Unidos, del primer país acreedor del mundo que era en 1980, en el primer país deudor del mundo que es en 1987. La deuda exterior neta de los Estados Unidos se aproxima a los 500.000 millones de dólares.

Esta situación -se afirma- no puede continuar indefinidamente. De hecho, en 1987 los bancos centrales, -y no los inversores privados- han prestado a Estados Unidos comprando dólares por 120.000 millones. Todo esto formaba parte de un acuerdo tácito hasta la llegada del nuevo Presidente norteamericano, lo que aplaza las decisiones para remediar esos problemas al futuro. Unas decisiones que significan estabilizar la economía estadounidense, lo que a su vez requiere reducir el déficit público y el exterior. Ambas decisiones afectan a la economía internacional, disminuyendo el gasto estadounidense y sus importaciones que sostienen las exportaciones y el crecimiento económico mundiales. El presupuesto norteamericano deberá bajar su déficit y ello obligará a frenar el gasto público y a arbitrar algún recurso financiero como ingreso y am

bas decisiones debilitarán el gasto nacional estadounidense, lo que a su vez afectaría de forma decisiva la recuperación económica mundial. Todo ello a menos que otros países tomaran el carro del gasto y tiraran de él, es decir, que se decidieran a crecer más ocupando el lugar que Estados Unidos dejara libre en tanto restaura los equilibrios perdidos. Solo hay dos candidatos para el desempeño de ese papel: Alemania Occidental y Japón. Alemania no quiere desempeñarlo: su lema para el desarrollo es "lento, pero seguro". No se desea una tasa de crecimiento mayor que equivaldría a importar mano de obra y arriesgar el gran objetivo de los alemanes: frenar la inflación. Japón no puede desempeñar ese papel, pues su economía no está estructurada para aumentar el gasto interno, sino para exportar.

Los temores creados por ese mundo de desequilibrios permanecen en las preocupaciones de los agentes económicos pero hoy se habla menos de ellos en los foros internacionales. Sin embargo, eso no es sino una consecuencia del silencio impuesto por la elección presidencial estadounidense. Esa tregua terminará a principios del año próximo y esos problemas volverán a gravitar con todo el peso de su incertidumbre sobre las oportunidades de desarrollo de la economía mundial. Es ese contexto internacional incierto dominado por los peligros de los desequilibrios y por la inestabilidad que los mismos generan, el que va a condicionar la vida económica de todos los países en el futuro inmediato y, entre ellos, del nuestro.

El escenario económico español: el dominio de la demanda interna y sus consecuencias.

3. Condicionada por la envolvente del contexto internacional expansivo de 1988, la economía española concluye el tercer año de su recuperación económica. Una recuperación internacional que llegó a nuestro país con el habitual retraso con el que participamos en los acontecimientos económicos internacionales

y que luego vivimos -como de nuevo ha ocurrido en este caso- con la intensidad que caracteriza a nuestro comportamiento. Es esa intensidad la que da la tónica de los sucesos económicos españoles de 1988.

Arrastrada por la fuerza incontenible de la demanda interna, la producción española ha crecido a tasas situadas en torno al 5 % del PIB en términos reales, superando a las de todos nuestros socios europeos y atlánticos. Es evidente que el síntoma más positivo de este proceso de recuperación lo constituye -en España, como en Europa- el comportamiento de las inversiones, que en España alcanzan tasas de crecimiento que superan claramente las registradas por nuestros socios europeos y que se mantienen con perseverancia en los dos últimos ejercicios los altos niveles del 14 % como tasa acumulativa anual en términos reales. Un crecimiento intenso que en los últimos tres años ha cambiado profundamente el equipo capital de la empresa española aumentando su capacidad productiva y su competitividad, como contrasta el desarrollo de nuestras exportaciones.

El consumo de las familias (que constituye en España el motor más potente del gasto nacional, pues supone el 63 % del mismo) ha caminado al ritmo vivo que le permitían el crecimiento de los salarios nominales -situados por encima del crecimiento de los precios-, el aumento del empleo, los mayores beneficios y ganancias de capital (obtenidos tanto en valores mobiliarios, como en bienes inmuebles) y el endeudamiento de las familias española, pues un rasgo fundamental de su comportamiento en los dos últimos años ha sido el uso intenso del crédito para ampliar su consumo, favorecido por las innovaciones del sistema financiero y por el clima de confianza y optimismo que ha rodeado la administración de los presupuestos familiares. Con todas esas fuerzas detrás de sí, la tasa de consumo privado ha avanzado -en estos dos últimos años, 1987 y 1988- a ritmos semejantes a los del crecimiento del PIB (del

orden del 5% anual).

No hay que decir, que entre los empujones que ha recibido el gasto nacional, los más impulsivos son los que ha dado el consumo público, cuyas tasas de crecimiento superan a las del consumo familiar (hasta casi duplicarlas: 9%, frente al 5.5 % en 1987). Sin embargo, la resonancia de este intenso crecimiento sobre el gasto nacional es menor, pues el consumo público no va más allá del 15 % del gasto total del país.

Finalmente, las exportaciones, favorecidas por el desarrollo del comercio mundial, vienen creciendo a un 6 % en términos reales, cerrando así el cuadro de una economía cuya demanda interna y exterior, tira con energía desconocida en años críticos anteriores, de la producción total del país.

Justamente ese crecimiento económico sostenido es el que ha conseguido lograr los primeros frutos positivos en el frente del empleo (378.000 empleos nuevos en el año que va de octubre del 87 a octubre del 88). Frutos éstos oscurecidos por el aumento simultáneo de la población activa, lo que solo ha permitido reducir en apenas 2 enteros las tasas de paro. Sin embargo, ese crecimiento económico intenso constituye el único aval solvente -como han recordado las autoridades europeas y las atlánticas- junto a la flexibilidad y liberalización de los mercados de trabajo para crear en un país empleos duraderos.

De ahí que la preocupación prioritaria de la política económica se concrete hoy en dar continuidad a un desarrollo económico de España más intenso que el de nuestros socios comunitarios, un desarrollo que consolide duraderamente el proceso de recuperación vivido en los últimos años y en el actual y que permita ir reabsorbiendo las bolsas de paro acumuladas durante la etapa crítica (1979-85) y aproximándonos a los niveles de producción, renta y bienestar de nuestros socios de la CEE. Ese objetivo primordial de un crecimiento económico duradero, debe cumplir con una exigencia básica: la que imponen

las condiciones de estabilidad interna y exterior. No hay crecimiento económico duradero si éste no es estable. Y es contemplado desde esa perspectiva, como el proceso de recuperación de la economía española manifiesta la existencia de riesgos importantes que habría que tratar de combatir cuanto antes. Riesgos, denunciados con reiteración por todos los centros de estudios nacionales e internacionales (Banco de España, OCDE, FMI, CEE) y que apuntan en una sola dirección: al crecimiento excesivo de la demanda interna que ocupa el centro de la escena nacional y que está generando alzas preocupantes en los precios (manifestando un rebrote inflacionista), desequilibrando la balanza comercial y por cuenta corriente, extendiendo y afirmando las expectativas inflacionistas entre los agentes económicos y disminuyendo el ahorro familiar y la capacidad de financiación del sector privado de la economía.

Analicemos los principales datos que ratifican la presencia de esa cascada de efectos negativos derivados de la energética pulsación de la demanda interna.

El rebrote inflacionista en los precios, apreciado por el IPC, ha podido causar cierta sorpresa en su evolución desde el mes de agosto, por el hecho de que el comportamiento favorable de los precios de los productos alimenticios sin elaborar de la primera parte del año había ocultado -para quien no quisiera verla- la marcha de la inflación subyacente (lo que el Servicio de Estudios del Banco de España denomina IPSBENE: índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos) que apuntaba en clara dirección alcista durante el año y que al fin se ha manifestado a partir del fin del verano del 88. Los componentes de la inflación subyacente marcan expresivamente el futuro de los precios españoles. Y esos componentes son: los servicios, cuyas expectativas se han mantenido en torno al 7 % de aumento anual; los bienes industriales no energéticos, que, si bien a corto plazo no han registrado rebrote inflacionista, manteniendo bajas sus cifras, sí que han

visto empeoradas sus expectativas a medio plazo. Finalmente, los alimentos elaborados que acusan un rebrote inflacionista, tanto a corto como a medio plazo. Esas alzas de precios -que registran los indicadores de la inflación subyacente- no pueden ser compensadas mas que temporalmente por el índice de precios de los alimentos sin elaborar, porque, como prueba la experiencia, este es un componente cuyas tasas de variación fluctúan a medio plazo en torno a la inflación subyacente. No cabe sorprenderse, pues, de que ésto haya vuelto a ocurrir a partir de agosto de 1988.

Las fuerzas que impulsan la inflación subyacente levantan fundados motivos de preocupación, por cuanto provienen de aumentos de costes y márgenes de beneficios y resultan de difícil control. Ante todo, manifiestan la presión de la demanda interna sobre los precios, la falta de competencia (interna y exterior) en determinados bienes y servicios y la política de salarios y su crecimiento. La presión de la demanda interna ha permitido aplicar márgenes mayores de beneficios y éstos consienten concesiones de rentas salariales mayores que pueden poner en marcha una espiral precios-salarios que ahoga cualquier posibilidad de un crecimiento estable y con futuro. Las cifras actuales de crecimiento de los salarios tienden a enmascarar su comportamiento a largo plazo, en cuanto que no contabilizan el hecho de que esos salarios actuales se pactaron en los convenios bianuales de 1987 y su vencimiento en 1989 llevará a manifestar las mayores tasas a que se están pactando en la actualidad ya los salarios futuros. En suma, el rebrote inflacionista de cara a 1989 es manifiesto y responde a la presencia de la causa que lo anima: el crecimiento de la demanda interna que se perfila como el rasgo dominante de la situación de la coyuntura española.

El fuerte crecimiento de la demanda interna se ha vertido hacia el exterior produciendo un aumento formidable de las importaciones que ha desequilibrado las balanzas comercial y por cuenta corriente. La primera se liquidará negativamente en

1988 con más de 14.000 millones de dolares, un 6,5% del PIB. La segunda, arrojará unos números rojos situados en torno de los 3.100 millones de dólares. Las previsiones para 1989 son aún peores, situandose el saldo negativo de la balanza de pagos por cuenta corriente en los 6.000 millones de dólares. Y lo que es más preocupante: ninguna de las previsiones realizadas sobre el comportamiento de los pagos exteriores en el futuro registra una nivelación de los saldos de la balanza por cuenta corriente, sino la continuidad de sus cifras negativas. Esos déficits de la balanza de pagos por cuenta corrientes podrán compensarse con las entradas de capitales del exterior pues las oportunidades actuales de inversión en España han reforzado esa partida en forma sustancial. Sin embargo, no puede olvidarse que esa incorporación de capitales exteriores -vitales para el equilibrio futuro de los déficits de nuestra balanza corriente- descansa en la estabilidad ganada por nuestra economía en el pasado y cualquier intento de contar con esa incorporación de capitales en el futuro, reclamará que la política económica interna despliegue un conjunto de medidas que preserven los equilibrios de la economía, equilibrios necesarios para fortalecer la confianza de los inversores extranjeros, sin la cual no se producirá su entrada en nuestro país. Dicho en otros términos: sin una política antiinflacionista eficiente, que garantice un crecimiento económico estable, no resulta posible disipar los peligros del déficit exterior y sus consecuencias sobre el crecimiento interno.

La consolidación de expectativas alcistas de precios de los agentes económicos constituye un hecho, que aunque sea difícil de concretar, quizá sea el principal pasivo que manifiestan los desequilibrios actuales de la economía española. Los agentes económicos transmiten esas expectativas alcistas en sus comportamientos y estos se están ajustando hoy a una mayor inflación esperada en el futuro. Esas expectativas alcistas se han hecho evidentes en el crecimiento mayor reclama-

do por las rentas salariales, los márgenes de beneficio aplicados por las empresas y en las expectativas de los mercados financieros (¿quien está suscribiendo hoy deuda u obligaciones a tres años?). La credibilidad de las tasas menores de inflación futuras se ha perdido porque las circunstancias esperadas de 1989 apuntan todas en dirección alcista, y esas expectativas alcistas, si no se dominan en poco tiempo, afianzarán definitivamente la inestabilidad de la economía porque lo que se espera informa lo que hoy se exige (por los distintos grupos sociales) y esas exigencias mayores de hoy son la inflación de mañana.

El crecimiento de la demanda interna ha afectado en los dos últimos años al ahorro familiar (que ha disminuido en forma súbita e importante) y a la capacidad de financiación de la economía, que se ha desplomado desde 1985. La documentación que presentará seguidamente el Profesor Valle prueba estos hechos que han abierto las puertas a la financiación exterior y al consiguiente endeudamiento externo de nuestra economía. Un proceso que, como antes se ha expuesto, garantiza la incorporación actual de la inversión extranjera siempre y cuando ésta siga contando con el aval de una política económica solvente, capaz de mantener los equilibrios económicos, como la que se ha aplicado hasta diciembre de 1988.

En conclusión, los peligros que amenazan al escenario donde se desenvuelve el proceso económico español, proceden de los excesos de la demanda interna a los que cabe atribuir lo que se califica como "recalentamiento" de la economía que revela la carga creciente de sus desequilibrios. No puede extrañar que, en consecuencia, ese diagnóstico de la situación económica actual, determine la necesidad de regular de manera más estricta la demanda interna, para contener el crecimiento excesivo del gasto nacional, moderando así los desequilibrios de la economía y doblegando las expectativas alcistas de los agentes económicos que alientan el crecimiento de sus rentas

(márgenes de beneficios, salarios). Una política tanto más necesaria de aplicar cuanto que la economía española va a actuar el próximo año en un contexto internacional dominado, según se ha expuesto, por el agotamiento paulatino de la fase expansiva que dura ya seis años y por los problemas que plantean los desequilibrios -exterior e interno- de la economía estadounidense que van a entrar en una etapa de decisiones tras la tregua impuesta por el proceso político electoral durante el año presente.

Una pregunta importante para evaluar los componentes, la dirección y las posibilidades de esa política necesaria de regulación más estricta de la demanda interna española es: ¿qué es lo que aportan a esa política la estrategia presupuestaria programada para 1989 y el comportamiento previsible de los márgenes de beneficios y las rentas salariales en el próximo año? Responder a estas dos cuestiones obliga a analizar lo que ocurre en esos dos escenarios importantes de la economía española.

El comportamiento de las Administraciones Públicas y sus consecuencias sobre la demanda interna.

4. Desde 1985 hasta 1988 la política presupuestaria de las Administraciones Públicas españolas ha obedecido a una estrategia bien definida: la que puede calificarse como la política fiscal de la recuperación económica, basada en un comportamiento peculiar de sus gastos, ingresos públicos y relación entre ellos.

Ese comportamiento se apoya en tres líneas de acción dominantes: el aumento de los gastos públicos, el crecimiento de la presión fiscal y la disminución del déficit público.

El crecimiento de los gastos públicos en la democracia española ha sido en verdad espectacular: desde 1975 a 1987 ha pasado del 25 % del PIB al 42 %. Ningún país de la OCDE expe-

rimenta un crecimiento igual a los 17.14 puntos en que el gasto público español ha ganado su participación en el PIB en esos años. El ritmo anual del aumento del gasto público ha sido en esa etapa cuatro veces superior al del quinquenio precedente. Ese aumento ha tenido un protagonista: los gastos de transferencia (con un dominio claro de los gastos públicos en pensiones) a los que se deben casi dos tercios del aumento total del gasto público. La provisión de bienes públicos de consumo (es decir, las funciones tradicionales del Estado) y los gastos de infraestructura no alcanzan a explicar más de un tercio del aumento del gasto público entre esas fechas. Ese comportamiento diferencial del gasto público explica el deterioro actual de los servicios públicos y las insuficiencias de las infraestructuras del país, deterioro agudizado por la mala organización de los servicios públicos y con el crecimiento de la producción privada que reclama siempre el complemento de los servicios públicos y la mejora y ampliación de la infraestructura disponible.

El crecimiento espectacular de la economía, el cierre del sistema tributario, con la aplicación del IVA y las mejoras de la gestión e inspección tributarias han producido unas cifras de recaudación excepcionales (en gran parte basadas en los impuestos directos y personales), que han elevado sustancialmente los niveles de presión fiscal.

La estrategia presupuestaria elegida para 1989 se ha basado en agudizar los tres comportamientos anteriores: ha aumentado el gasto público y la presión fiscal y ha tratado de disminuir el déficit público.

Los gastos de consumo público crecerán en 1989 en un 11.5 %, en un 12.6 % los costes financieros, las transferencias corrientes en un 15 % y los gastos reales de inversión en un 40 %. Los ingresos no financieros estiman su crecimiento en el 17.40 %, los impuestos sobre beneficios de sociedades, en un 32.3 %, en un 27 % los impuestos sobre la renta de las per-

sonas físicas, en un 13.8 % los impuestos indirectos y las cotizaciones sociales en un 12.9 %. Mientras tanto, para el crecimiento nominal del PIB se prevé una cifra de 8.2 %. Resulta claro que en estas condiciones, la dimensión económica de las Administraciones Públicas aumentará en 1989 cualquiera que sea la forma de su apreciación.

El déficit público se reduce, pero de una forma peculiar: a través de un aumento de la presión fiscal y básicamente de la presión fiscal que recae sobre la renta y los beneficios.

La suma de todas las actuaciones anteriores compone una política fiscal caracterizada por tres rasgos dominantes:

1. El nivel del gasto público y la imposición crecen un año más con la compañía del déficit público. Ese mayor nivel de gasto público e imposición ocasionará un efecto expansivo del presupuesto sobre la demanda interna.
2. La forma en la que el déficit público se ha reducido (a través de los aumentos de la presión fiscal sobre la renta y los beneficios) seguirá elevando el gasto de consumo y disminuyendo el ahorro (como prueban los datos y los análisis que contiene la ponencia del Profesor Valle) convirtiéndose así en un elemento expansivo adicional de la demanda interna.
3. La estructura del gasto no consigue convencer a quien la conoce de que se haya variado su orientación básica. Los gastos en servicios sociales básicos ascenderán al 6.1 % del PIB, lo que supone tan solo dos décimas de las ocho en que se prevé crezca la relación entre gasto total/ PIB en 1989. En el caso de las infraestructuras básicas el crecimiento es más apreciable (3 décimas), si bien las cifras de partida son relativamente reducidas por lo que el porcentaje de aumento tiene escasa resonancia final. Los gastos financieros y en transferencias corrientes -partidas totalmente ajenas a la mejora de los

servicios públicos y las infraestructuras- absorberán en 1989 un 65,1 % del gasto no financiero total, exactamente el mismo porcentaje de 1988 y 3.6 puntos más que en 1987. Ello demuestra que la distribución del gasto por grandes partidas permanece con enorme rigidez a través de los presupuestos.

A la vista de esos comportamientos de la política fiscal resulta claro que su programación para 1989 no solo no contribuye a una regulación más estricta de la demanda interna sino que actuará en sentido contrario: agudizando su crecimiento e intensificando los problemas de la economía española.

¿Qué razones pueden explicar esa estrategia presupuestaria programada para 1989, tan contraria a las conveniencias de la coyuntura económica? Hay dos posibles respuestas a esta pregunta:

1ª. Que dicha estrategia presupuestaria se programó en la primera mitad de 1988, cuando se creía que la demanda interna se debilitaría en la segunda mitad del año, con lo que el dinamismo del Sector Público programado trataba de compensar la pérdida de vitalidad de la demanda interna privada en 1989. Ese supuesto, no solo no ha sucedido, sino que ha ocurrido lo contrario: la demanda interna continúa ocupando el centro de la escena económica española y más bien se ha fortalecido que debilitado. 2ª. La creencia de que el carácter expansivo de la política presupuestaria se mitigaría por la reducción del déficit público lograda merced al aumento de la presión fiscal. Una creencia errónea que no considera los efectos expansivos del mayor nivel de gasto público y de la forma con la que déficit se reduce, que agudiza los efectos de la acción presupuestaria sobre la demanda interna (al aumentar el gasto nacional y disminuir el ahorro familiar y la capacidad de financiación del sector privado).

El primer motivo constituye un error de previsión, el segundo un error conceptual, pero ambos actúan en el mismo sentido: acelerando la demanda interna que ya precisa en los momentos actuales del remedio contrario de una regulación más estricta que frene su excesivo crecimiento.

La política de rentas y sus efectos sobre la demanda interna.

5. La identificación de los problemas actuales de la economía española debe de constituir el principio básico de su tratamiento y, en este sentido, es el exceso de la demanda interna el que tiene que situarse como premisa para comprender el comportamiento actual y previsible de la renta. Una demanda interna excesiva que está elevando los precios y los márgenes de beneficio de las empresas e impidiendo la continuidad de la moderación salarial. Si la demanda nominal no se contiene y si la competencia empresarial no se intensifica tendremos creado el clima para elevar los márgenes de beneficio y hacer que la cuantía de éstos facilite las concesiones salariales que agudizarán la presión inflacionista. Esta presión de los salarios se intensificará más aún si la falta de un acuerdo social entre empresarios con los trabajadores y el gobierno, desata la conflictividad social que abrirá una segunda ronda de elevación de los costes reales del trabajo (por el propio coste de los conflictos) y por las nuevas y e imperativas peticiones de mayores salarios.

Es decisivo que la confusión y la pasión que crea en la fijación de las rentas esa circunstancia de demanda excesiva, en cualquier sociedad, no haga olvidar la apelación a los hechos para poner un poco de razón en el diálogo entre los interpretes económicos. Un diálogo que debe basarse en un conocimiento de lo que nos pasa. Los hechos que no pueden ignorarse para saber lo que nos pasa son los siguientes:

19. El empleo asalariado decreció en España durante la etapa aguda de la crisis. Entre 1975 y 1984 se destruyeron 1.356.000 puestos de trabajo. Tras de la aplicación firme de la política de ajustes desde 1983 a 1985, se han conseguido crear en los dos últimos años 800.000 nuevos empleos. Nadie, absolutamente nadie, con competencia técnica ha propuesto una política de ajustes alternativa capaz de conseguir esos resultados creando al mismo tiempo un clima de estabilidad económica.

20. Es evidente que la inflación constituye la consecuencia última y más grave de la crisis económica. Ningún país del mundo ha logrado resolver los graves problemas sociales que crea el desempleo, ni los ajustes económicos que reclama la mejora de la situación competitiva de las distintas economías con más inflación. Cualquier decisión o política que aumente la inflación nos alejará irreversiblemente de Europa y del desarrollo económico. Esta premisa la han comprendido bien todas las sociedades desarrolladas europeas y no la han entendido los países subdesarrollados incapaces de reducir la inflación, lo que no les ha servido para reducir el desempleo. Pues bien, la política de ajustes aplicada desde 1977 con los Pactos de la Moncloa y seguida por los gobiernos socialistas en los últimos años ha conseguido reducir la inflación, del 40 % a que ascendía en los meses centrales de 1977, al 4.7 % en que, como media anual, tenderá a situarse al finalizar 1988.

30. El salario real medio de los trabajadores -como consecuencia de la política de ajustes y moderación salarial disminuyó en 2.3 puntos porcentuales en el trienio 1984-1986. Ese comportamiento de los salarios que respondió a la colaboración inestimable de los trabajadores, ha fructificado en forma de precios menores, mayor ocupación y aumento de salarios reales en los dos últimos años (1987-88) de recuperación económica, en los que los salarios reales aumentaron en el 4.7 %, compensando los sacrificios anteriores. Es falso -radicalmente falso- que el salario real por trabajador haya disminuido en los dos últimos ejercicios.

49. Cualquier intento de conseguir una menor inflación y un mayor empleo tiene que fundamentarse en dos puntos de apoyo: un crecimiento intenso de la tasa de desarrollo económico y una estabilidad de los salarios reales. Como ha afirmado el premio Nobel de Economía, Franco Modigliani: "Para estar seguros de que una demanda creciente no desemboque en presiones inflacionistas, es preciso adoptar una política de rentas que exija que los Sindicatos no se aprovechen de los aumentos de la demanda, producción y empleo, para empujar al alza los salarios reales. Los Sindicatos tendrán que aceptar salarios reales, constantes, como medio de reducir la gran desigualdad de nuestro tiempo: la que se origina por la diferencia entre los trabajadores empleados y los trabajadores parados". El convencimiento en la necesidad de esa conclusión es imposible de imponer. Debe lograrse de la comprensión de las fuerzas sindicales. Si ello no se consigue, el gobierno, si quiere aspirar como debe a la estabilidad de los precios, no tiene más alternativa que reducir el crecimiento de la demanda nominal y con ella la producción, la renta y el empleo. Es ésta una conclusión lamentable que registrarán las sociedades en las que el acuerdo social para moderar el aumento de los costes reales del trabajo, no haya podido alcanzarse. Esta conclusión dramática constituye la base para intentar -por todos los medios- el acuerdo social que evite sus consecuencias.

59. Unas demandas sindicales que traten de imponer la política de ganar en el reparto de la renta todo lo posible exigiendo la mayor cuantía en el crecimiento nominal de los salarios, no conseguirá, por sí misma, mayores crecimientos en los salarios reales de los trabajadores. Es este un error de funestas consecuencias que la experiencia ha ratificado en muchas ocasiones, porque crecimientos elevados en los salarios nominales que desborden cualquier aumento posible en la productividad del trabajo, no conseguirán otra cosa que elevar los precios, pero no mejorarán el nivel de las retribuciones del trabajo en términos reales. El crecimiento de los costes reales de traba-

jo en relación con la productividad generará una inflación en la que los salarios y precios se perseguirán en un círculo infernal y acumulativo que ha ocasionado siempre la desgracia en los países que la han padecido y en los países que aún lo padecen.

60. Cualquier intento de crear un clima social de moderación de los salarios para servir a la lucha contra la inflación y a la creación de empleos (que deberían constituir hoy los objetivos prioritarios de una política progresista) exige la aportación de tres ingredientes indispensables: en primer lugar, impedir la aplicación de márgenes abusivos de beneficios que desmoralizan al mundo del trabajo y a la sociedad entera que los registra; en segundo lugar, la proliferación de actitudes de comprensión política hacia las dificultades del mundo laboral en la comprometida coyuntura que nos ha tocado vivir; finalmente, las explicaciones a la opinión pública de las decisiones de política económica que resulten inevitables. Estos tres ingredientes han faltado en la situación española. No se ha agudizado suficientemente la competencia en sectores que disfrutan de un poder de mercado excesivo y que han originado márgenes de beneficios elevados, carentes de legitimidad social. Ha faltado, asimismo, una política fiscal aplicada con más rigor en estas circunstancias especulativas. Por otra parte, la conducta social de la clase política ha distado de la necesaria ejemplaridad en muchas ocasiones. El talante de comprensión de las autoridades políticas hacia el mundo laboral ha manifestado defectos graves y las medidas de política económica han tratado de imponerse desde el poder político sin negociarlas, sin explicarlas con humildad perseverante, procurando ganar para ellas la comprensión de los ciudadanos.

Todos esos motivos han llevado a la ruptura del clima social sobre el que se asentaron los éxitos de la política de ajustes en el pasado, creando hoy una situación crispada en la que el intercambio de actitudes intemperantes, cuando no de

insultos, encierran a la convivencia económica -que es una parte esencial de la convivencia social y política- en unos dilemas y enfrentamientos, tan costosos como lamentables.

Ciertamente, estos hechos que se desarrollan en el escenario de la falta de acuerdo social que alentó las conquistas principales de la sociedad española durante la transición política, no abren la puerta al optimismo. Quizás no quepa ante ellos más esperanza que la ofrece la tremenda conclusión de Ortega ante esas situaciones límites: "En España las cosas tienen que ponerse muy mal para que empiecen a ponerse bien". ¿Será este imperativo orteguiano estímulo suficiente para restablecer las condiciones de entendimiento social y político que el país tanto necesita?

La política monetaria como garante solitario de la estabilidad

Con una demanda interna que desborda peligrosamente las condiciones de un crecimiento estable y, por lo mismo, duradero, la única alternativa para evitar sus peligros es la que ofrece la política monetaria. La soledad tradicional en la que ésta se ha encontrado en España para luchar por los equilibrios de la economía adquiere, en las actuales circunstancias, un especial extremismo porque no se trata solo de contener la expansión de la demanda nominal que hoy se registra, sino su aceleración previsible ante los acontecimientos que se desarrollan en los escenarios presupuestario y en el del conflicto social que agudiza los comportamientos inflacionistas de las rentas.

Es evidente que la política monetaria, a partir de esas condiciones, si quiere mantenerse la estabilidad que tanto ha costado conseguir, no tendrá otra alternativa que fijar objetivos de crecimiento en la cantidad de dinero (ALP) ambiciosos y admitir la aplicación y registro de tipos crecientes de interés. Los costes de esa política monetaria -indispensable para

lograr el objetivo prioritario de dominar la fuerza expansiva de la demanda interna- son bien conocidos. Se registran en sus efectos sobre la inversión y el desarrollo internos. Y también sobre el tipo de cambio de la peseta que elevarán las alzas de los tipos de interés por la aplicación de la política monetaria rigurosa. Una política de rigor monetario que la política presupuestaria expansiva programada para 1989 y los comportamientos de la política de rentas reclaman como contrapartida inevitable.

Con todo, el problema principal que esa política monetaria restrictiva plantea, no es sólo el de su elevado coste económico y social (en todo caso inferior a la alternativa de aplicar una política monetaria acomodante que sancionara el desarrollo de una intensa inflación), sino sobre todo, el de su eficacia. ¿Puede la política monetaria, por sí sola, salvar los equilibrios que tan imprescindibles resultan para el futuro europeo y dinámico de la economía española? ¿No debiera requerir la colaboración de la política presupuestaria? Y si éste fuera así, ¿qué medidas de política presupuestaria serían indispensables? Una respuesta a esa pregunta ya se ha dado por nuestras autoridades financieras: elevar las retenciones en el impuesto sobre la renta y congelar las cifras de gasto público. Pero ¿es posible aplicar política y técnicamente, estas alternativas? Dejo estas preguntas al buen juicio del lector. Pero creo que esas cuestiones prueban elocuentemente las dificultades que tiene por delante la política monetaria para realizar su labor irrenunciable de contener el rebrote de la inflación y el desequilibrio exterior con los que el año 1988 concluye y que se agudizarán en el próximo ejercicio.

Consecuencias microeconómicas de la situación macroeconómica española.

Cualquier análisis del comportamiento previsible de una economía nacional trata de evaluar los rasgos decisivos que

condicionarán ese comportamiento. A ese propósito ha respondido el repaso anterior de lo que sucede en los cuatro escenarios que se han estimado como fundamentales para definir el momento actual de la economía española. Del conocimiento de ese contexto económico general cada sector económico debe extraer sus propias consecuencias para adoptar aquellas decisiones más adecuadas a sus intereses. Es ésta una responsabilidad que mi exposición deja a la libertad y al mejor conocimiento de las instituciones financieras que Vds. presiden o dirigen. Respetando esa libertad de valorar la situación económica española que les he expuesto, sí desearía finalizar con aquellas consecuencias de la situación económica que estimo fundamentales y próximas a las preocupaciones y funciones de las Cajas de Ahorro españolas.

Esas consecuencias se concretan en los siguientes siete puntos:

1. Las circunstancias que afectarán a la situación económica española en los próximos seis meses, son las de una extrema incertidumbre en un dato básico para las instituciones financieras: los tipos de interés. En ese horizonte temporal a que me he referido, los tipos de interés estarán influidos por un fuerte componente alcista que se deriva de tres factores que han demostrado su importancia en España y en otros países: las expectativas de inflación (que constituyen un factor fundamental en la fijación de la cuantía de los tipos de interés nominales), el aumento del déficit público (que desempeña un papel significativo en el nivel de los tipos nominales de interés) y, finalmente, los tipos extranjeros de interés (que condicionan, en función de la liberación del sistema financiero, los tipos internos nominales de interés).

Pues bien, esos tres factores apuntan, al menos, en la perspectiva de plazo de los próximos seis meses, en una dirección alcista. Las expectativas de inflación son hoy por hoy

alcistas como lo prueban el rebrote del alza de precios y las demandas de rentas superiores de los agentes económicos (especialmente en los salarios, condicionantes básicos del coste de producción y de los precios de la industria y los servicios). La fuerza expansiva de la política presupuestaria se añadirá a la demanda interna, produciendo un impulso que se manifestaría -se quiera o no- sobre el nivel de los precios en el próximo ejercicio. La conflictividad social, hoy agudizada, descargará sobre esas expectativas alcistas una presión adicional de enorme importancia.

El déficit público programado para 1989 ha disminuido y con él deberían disminuir las presiones sobre los tipos de interés. Sin embargo, las previsiones del déficit público son ciertamente frágiles. Las elevaciones ya registradas en los tipos de interés aumentarán los gastos públicos previstos. La aplicación de una política monetaria rigurosa en 1989 elevará inevitablemente más aún los tipos internos de interés. A esos factores se añadirán las presiones sociales que van a desatarse sobre los gastos de personal y pensiones para ajustar las revisiones del objetivo de inflación de 1988.

Los tipos de interés del extranjero se están moviendo en dirección alcista y esa orientación influirá sobre los tipos de interés internos.

Todas esas fuerzas hacen que los tipos de interés se hallen sometidos a la acción de fuerzas alcistas en los próximos meses. Las dudas pueden estar en la cuantía de esas elevaciones pero las expectativas actuales aconsejan mantener la máxima liquidez en las colocaciones de fondos a las instituciones financieras.

2. La situación internacional previsible a partir de la toma de posesión del nuevo Presidente de los Estados Unidos no descarta que se desaten nuevas turbulencias en los mercados de

cambios. La mayoría de los analistas afirman hoy (a la cabeza de ellos Martin Feldstein, antiguo asesor del Presidente Reagan) la posibilidad/necesidad de una devaluación del dólar. Atención, pues, a las tenencias y compromisos designados en esta divisa.

3. La era fiscal que tenemos por delante de España se define, como hemos afirmado, por un aumento de la presión fiscal que puede incluso endurecerse en los próximos meses. El contribuyente español atraviesa hoy por una etapa de sensibilidad extraordinaria ante la presión fiscal. Todos los productos financieros que concedan un trato fiscal favorable van a contar con una demanda social extraordinaria. De ahí la necesidad de aprovechar esas oportunidades por parte de las instituciones financieras. El producto financiero innovador en el futuro deberá tener un componente fiscal destacado. El asesoramiento financiero estará así condicionado por el paralelo asesoramiento fiscal.

4. El sistema financiero español va a vivir una intensificación de la competencia bajo el doble signo de la presión del Banco Emisor y de la competencia exterior cada vez más próxima de la fecha terminal de 1992. Reducir los costes de intermediación de las instituciones financieras y cumplir escrupulosamente las condiciones de transparencia en las relaciones con la clientela constituyéndose exigencias permanentes de la gestión de las instituciones financieras. En la reducción de los costes de intermediación, la política de fusiones y cooperación entre entidades financieras seguirá desempeñando un papel importante y creciente en el horizonte de los próximos años. No puede descartarse que el aumento de la competencia interna se acelere por decisiones de las autoridades monetarias españolas. La fijación de posiciones claras ante esa competencia obliga -al menos- a las Cajas de Ahorro a definir sus posiciones ante este proceso, comenzando por fijar su actitud ante la libertad de instalación de las Cajas de Ahorro en las distintas Comunidades Autónomas.

5. Las condiciones de mayor competencia y libertad de los diversos sectores económicos afectan especialmente a las instituciones financieras y reclaman de ellas un refuerzo de las condiciones de seguridad. La vigilancia de los coeficientes de garantía debe figurar entre las políticas prioritarias de las Cajas de Ahorros y la búsqueda de todos los medios que tiendan a reforzar esos coeficientes de garantía, también.

6. Hay un sector económico al que no he aludido en mi exposición al repasar la coyuntura económica española: la agricultura. Y no lo he hecho, porque, como reconocen hoy los más competentes economistas agrarios, la producción rural ha perdido peso como factor coyuntural, pues significa comopromedio el 5 % del PIB. Sin embargo, la situación y los problemas de la agricultura española afectan por una vía atípica a las Cajas de Ahorro. Me refiero a la situación de endeudamiento de las cajas rurales derivadas del propio endeudamiento del campo español que constituye su característica más importante. Es evidente que la gravitación de las Cajas rurales sobre las Cajas de Ahorro es un proceso abierto frente al que éstas deberían definir estrategias precisas de actuación en función de las zonas de influencia de actuación de las propias Cajas.

7. El futuro inmediato plantea a las instituciones financieras problemas importantes de imagen pública y cuestiones específicas de formación de su personal. La crítica social a la cuenta de resultados de las instituciones financieras -hoy seguida con gran expectación de la sociedad española- debería llevar a las Cajas de Ahorros a cultivar su ventaja diferencial con la banca privada, que reside en su obra social. Definir una estrategia adecuada y actualizada de la obra social es una función prioritaria de las Cajas de Ahorra porque en ella reside un medio importante de ganar adhesión y reconocimiento públicos. Por otra parte, mejorar las relaciones con el personal y contribuir a la capitalización de sus conocimientos se ha convertido en un medio indispensable para aumentar la integra-

ción del equipo humano de las Cajas de Ahorro y para elevar su eficiencia económica, de los que depende decisivamente el nivel y calidad de los servicios prestados a la clientela. Una institución financiera al por menor -como son el conjunto de las Cajas de Ahorro- tiene en esa capitalización del personal su gran oportunidad competitiva para afirmar su posición actual y futura en los mercados financieros.

II

EL COMPORTAMIENTO DEL AHORRO EN ESPAÑA

Por Victorio Valle.

1. La evolución del ahorro privado en cualquier sociedad, constituye un tema de gran importancia, toda vez que el ahorro es la fuente de financiación real de la inversión, variable clave en una economía dinámica. Una caída de la tasa de ahorro privado con cierta permanencia tiende a elevar los tipos de interés reales a largo plazo, con los consiguientes efectos adversos sobre la inversión y el empleo y puede generar incrementos no deseables en el nivel de endeudamiento exterior de la economía.

Desde el punto de vista de las entidades financieras las alteraciones en el nivel de ahorro afectan a la base de su actividad operativa y aunque, en principio y a corto plazo, el ahorro financiero como diferencia entre las variaciones de activos y pasivos financieros tiene un comportamiento con cierta autonomía de las variables reales, cabe poca duda de que una caída persistente de la tasa de ahorro termina afectando negativamente al flujo de activos y pasivos financieros con el que las entidades del sistema bancario operan.

La capacidad (positiva) o necesidad (negativa) de financiación de un sector es en términos generales el exceso o insuficiencia de su ahorro para financiar los gastos de capital que realiza. El ahorro es la diferencia entre la renta disponible y el consumo en el caso de las familias, el beneficio no distribuido en el caso de las empresas y la diferencia entre ingresos ordinarios y gastos de consumo y transferencias corrientes, en el sector administraciones públicas.

Los datos de estas magnitudes que a continuación se comentan tienen como fuente de información la Contabilidad Nacional elaborada por el INE hasta donde existen avances de estas cifras y en el caso del ahorro de los hogares y empresas para 1987 es una estimación de la Fundación FIES siguiendo los mismos criterios que utiliza el Instituto de Estadística.

2. En la economía española, entre 1970 y 1987 los datos disponibles permiten apreciar varias etapas en la evolución de la capacidad y necesidad de financiación de los sectores privado y público y de la economía nacional en su conjunto.

Hasta 1973 la capacidad de financiación del sector privado y el práctico equilibrio de las cuentas de las administraciones públicas permitió a la economía en su conjunto obtener una capacidad global de financiación que llegó a alcanzar 2,15 puntos del PIB en 1971.

Entre 1974 y 1976 se produce una importante reducción de capacidad de financiación privada que toma valores negativos hasta 1977, como reflejo de la crisis económica lo que unido a los reducidos niveles (aunque positivos hasta 1976) de la capacidad financiera del sector público originan una creciente necesidad de financiación de la economía nacional en su conjunto.

Desde 1976 se produce una continuada recuperación de la capacidad de financiación privada lo que pese al crecimiento del

déficit público permite una mejora en la necesidad de financiación de la economía española frente al exterior.

En 1985, tanto la capacidad de financiación privada como el déficit público alcanzan su máximo en términos de PIB: 8,65 la capacidad de financiación privada, 7,02 el déficit público.

Los años 1986 y 1987 son testigos de una reducción importante en la capacidad de financiación del sector privado y al mismo tiempo del déficit público, en forma complementaria, de forma tal que a finales de 1987 la capacidad de financiación de la economía española era prácticamente nula (0,25 en términos de PIB).

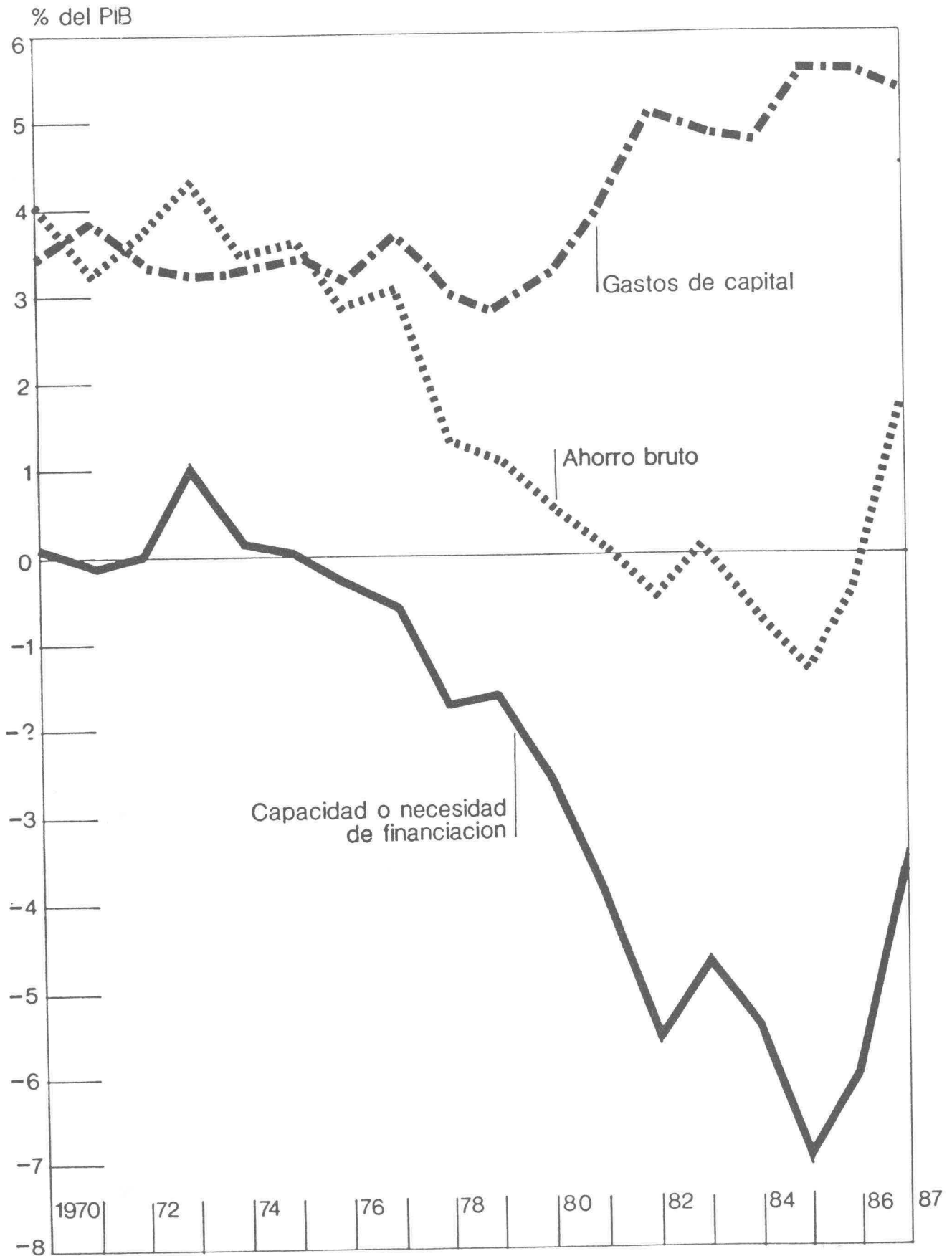
Detrás de esa evolución existen comportamientos muy diversos por parte no sólo de los sectores privado y público, sino dentro del primero, entre familias y empresas, respecto al proceso de ahorro e inversión.

3. Por lo que al sector público se refiere el gráfico nº 1 ofrece el perfil de su evolución en los últimos años.

Hasta 1976, el ahorro bruto del sector público fué, más o menos coincidente con los gastos de capital, sin generar déficit público o necesidad de financiación en las administraciones públicas.

A partir de 1977 se radicaliza la tendencia decreciente del ahorro público que ya venía arrastrando desde 1973. Entre 1973 y 1985, la tasa de ahorro público en porcentaje del PIB cae 5,73 puntos como fruto del crecimiento muy intenso del gasto público con una ganancia de casi 14 puntos del PIB entre 1977 y 1985 (de los que casi 9 puntos se deben al aumento de las transferencias corrientes), pese al aumento también importante de los ingresos corrientes y particularmente de la presión fiscal que entre 1977 y 1985 aumentan desde el 26,4 al 34,5 del PIB.

Grafico 1
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION DE LA NACION
SECTOR PUBLICO



Esa evolución descendente del ahorro público se enfrenta en el mismo período con una elevación de cierta magnitud de los gastos de capital, dando como resultado un crecimiento continuado del déficit público que pasa de 0,6 puntos del PIB en 1977 a 7,0 en 1985, con el consiguiente aumento del endeudamiento público que a final de 1985 representaba ya el 47% del PIB.

En 1986 y 1987 se puede apreciar una clara recuperación del ahorro público y una consiguiente mejora en el déficit que a finales de 1987 se situaba en 3,6 del PIB, cifra que contrasta favorablemente con ese 7% de 1985.

Es, sin embargo, destacable por las consecuencias económicas que ello tiene que la mejora del déficit en 3,4 puntos de PIB se debe en su mayor parte al aumento de la presión fiscal en 1986 y 1987 (3 puntos) y en muy escasa medida a la contención del gasto público (0,4 puntos).

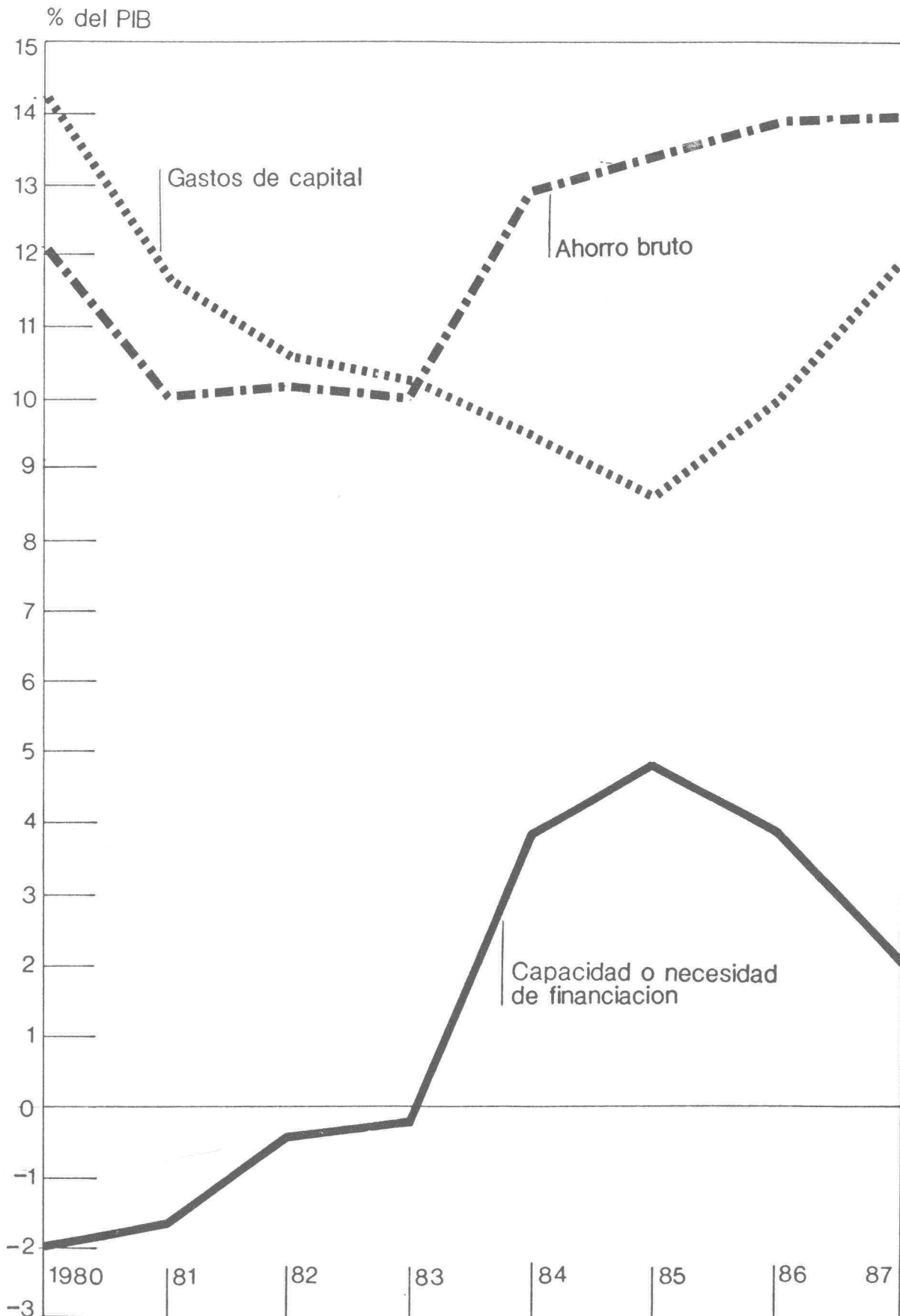
4. El panorama del ahorro y capacidad de financiación de las empresas se describe en el gráfico 2.

Puede observarse la elevación del ahorro bruto desde 1983, tras el período de estancamiento que va de 1981 a 1983, como fruto de la recuperación del excedente empresarial y el saneamiento financiero de las empresas.

La caída de la inversión empresarial hasta 1985, ha dado como resultado, hasta dicho año, un aumento importante de la capacidad de financiación empresarial que en 1980 era negativa y cifrada en 2 puntos del PIB y pasa en 1985 a valores positivos próximos a 4,8 puntos del PIB.

La fuerte reducción de la capacidad de financiación privada en 1986 y 1987 (a final de 1987 se situaba en 2,1% del PIB) se debe a la intensa recuperación de la inversión privada en estos dos últimos años, en 1987 se recuperan con creces los ni-

Grafico 2
 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION DE LA NACION
 EMPRESAS



veles de inversión sobre PIB de 1981, en un contexto de ahorro empresarial moderadamente creciente.

5. El comportamiento del ahorro de las familias es el que presenta un mayor interés analítico en los últimos años. El gráfico 3 muestra su evolución entre 1980 y 1987 así como los gastos de capital y la capacidad de financiación.

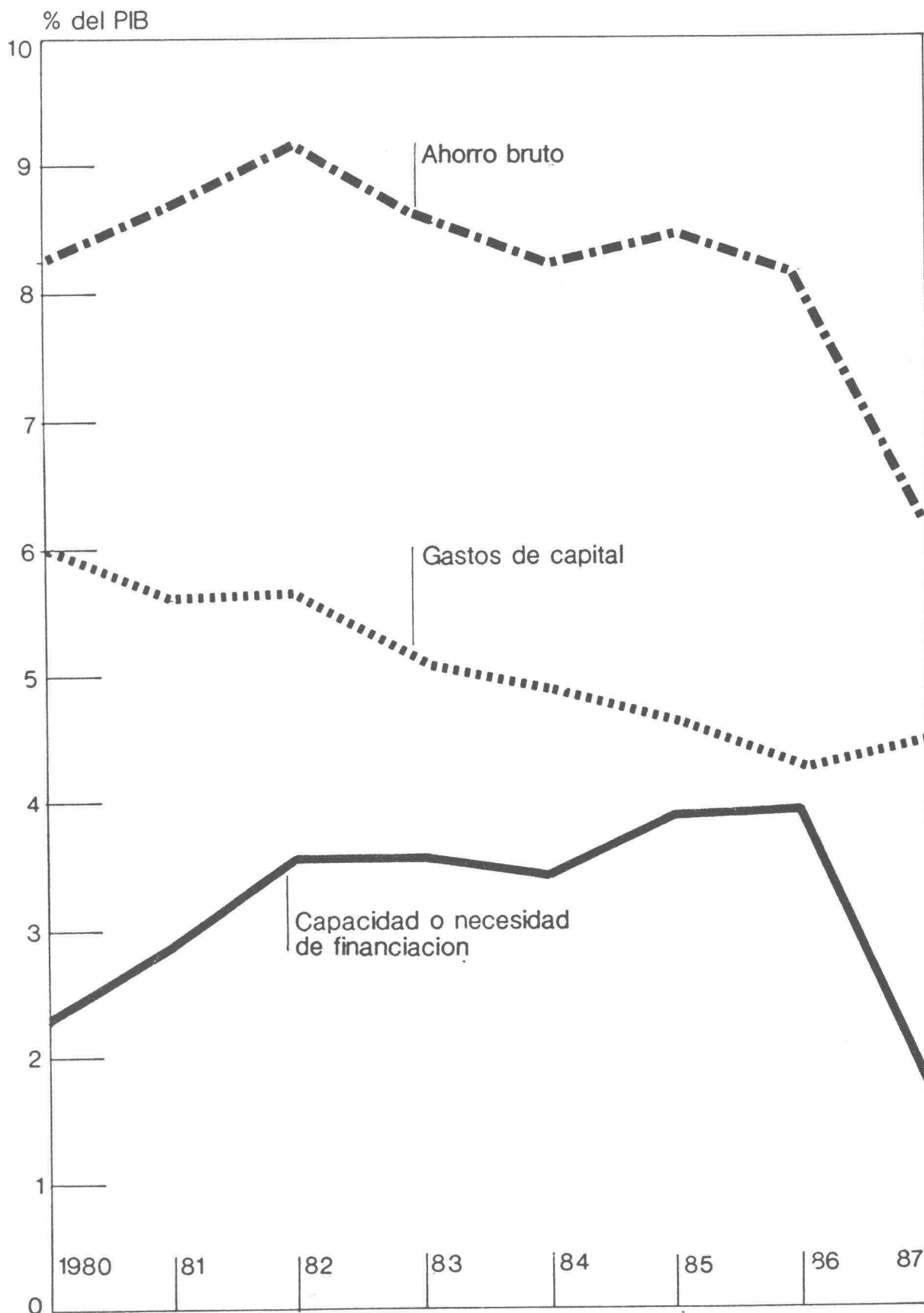
Puede observarse una reducción continuada del ahorro bruto de las familias que entre 1982 y 1987 cae en 3 puntos de PIB aproximadamente, con un carácter especialmente intenso en 1986 y 1987. La disminución de la tasa de ahorro junto con una inversión familiar estable, ha dado lugar a una drástica caída en la capacidad de financiación de las familias en 1986 y 1987.

El análisis de los determinantes del ahorro familiar en una economía, constituye un tema importante y sugestivo que pese a su extensa bibliografía científica en muchos países ha tenido en el nuestro escasos cultivadores. Citemos entre ellos el repaso de determinantes y motivaciones del ahorro familiar que ofrece el Profesor Antonio Argandoña en el nº 28 de Papeles de Economía Española y el realizado por José Antonio Herce dentro de los programas de investigación de la Fundación Empresa Pública.

El ahorro familiar -como el consumo- constituyen fenómenos económicos complejos sobre los que es difícil sentar afirmaciones muy terminantes. Sin embargo de los trabajos realizados cabe extraer tres aspectos en los que parece existir una amplia coincidencia.

- a) La influencia del propio nivel de la renta familiar disponible como determinante del consumo y el ahorro.
- b) El carácter permanente o transitorio que la familia otorga a las variaciones de la renta disponible.

Grafico 3
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION DE LA NACION
HOGARES



c) La particular influencia sobre el ahorro de la presión fiscal familiar que se contempla por la familia como algo diferente de una mera reducción de renta.

d) La importancia del efecto sobre la tasa de ahorro familiar no sólo del nivel sino también de la velocidad con que se producen los incrementos en la tributación sobre la familia.

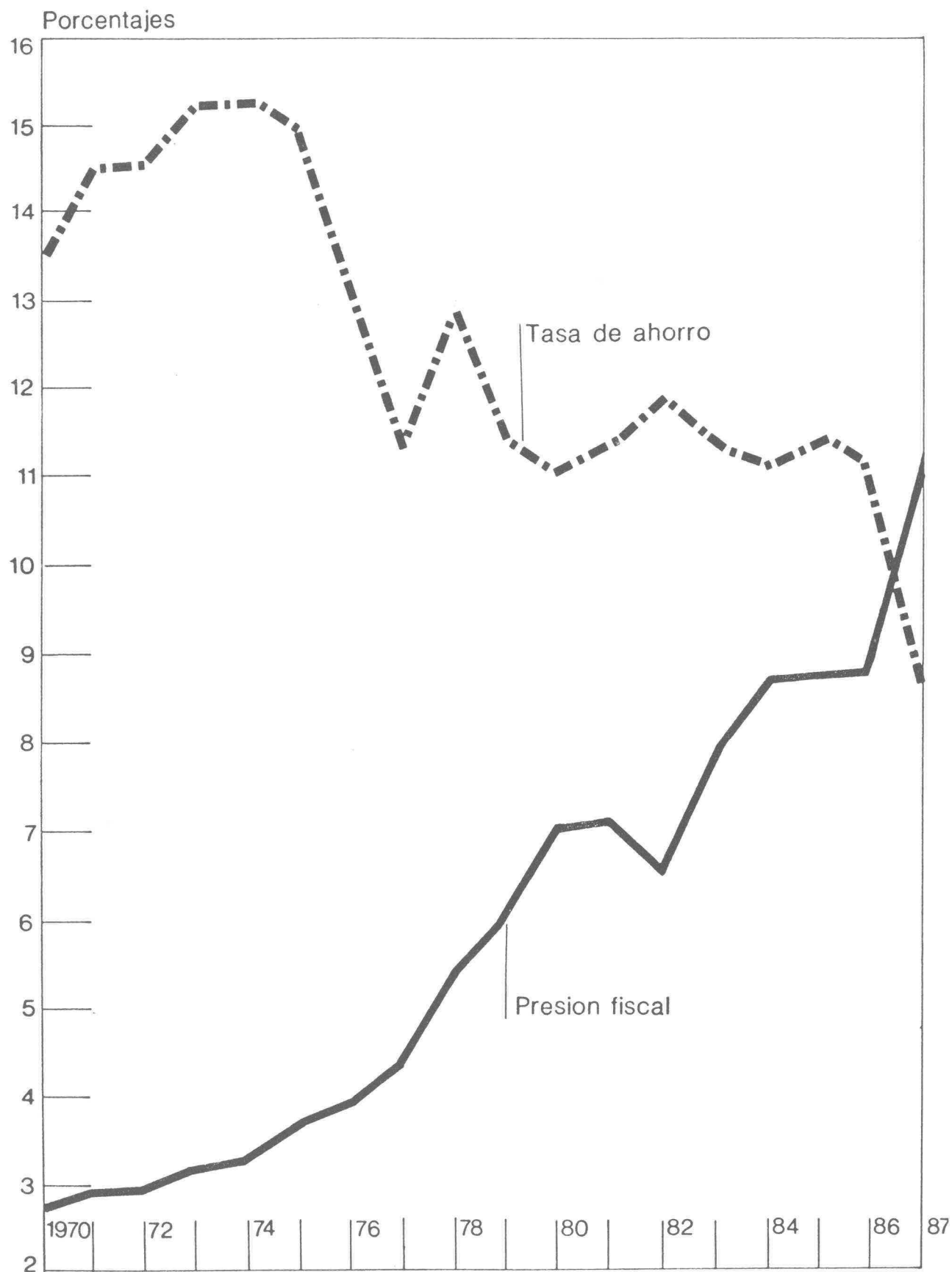
En este sentido parece obvio que la evolución descendente del ahorro familiar en España en 1986 y 1987 debe estar reflejando en alguna forma el sustancial incremento de la presión fiscal directa.

El gráfico nº 4 ofrece una primera impresión intuitiva de la asociación aparente entre el crecimiento de la presión fiscal familiar y el ahorro de los hogares, en porcentajes de la renta familiar y a valores constantes en pesetas de 1970.

Un modelo sencillo estimado por el Profesor José Luis Raymond, en el seno de la Fundación FIES, en el que se hace depender el consumo de cada año de la renta familiar del período, de los impuestos directos sobre las familias y del consumo del año precedente, parece sugerir que una peseta adicional de impuestos familiares, reduce aproximadamente 0,25 el consumo y 0,75 el ahorro, poniendo de manifiesto un comportamiento familiar distinto frente a las reducciones de renta disponible derivadas de la imposición y del mercado ya que, en este último caso una reducción de una peseta de renta se reparte entre 0,84 de reducción del consumo y 0,16 de disminución del ahorro.

Las familias tienden a mantener su nivel de consumo en relación a su renta y en consecuencia una reducción por la vía impositiva se traduce en una disminución más drástica en el ahorro que en el consumo.

Grafico 4
TASA DE AHORRO Y PRESION FISCAL



Por otra parte los aumentos de presión fiscal inciden con mayor intensidad sobre familias que por su nivel de renta tienen una mayor propensión a ahorros y por tanto éste se vé más incidido que el consumo. En todo caso, parece bastante evidente que los incrementos de recaudación obtenidos por la vía de una mayor progresividad, dado que la corrección de las tarifas por la inflación siempre se desfasa en el tiempo, o por la supresión de incentivos fiscales a determinadas formas de ahorro e inversión familiar pueden haber tenido en España efectos significativos sobre el nivel de ahorro familiar.

Tal vez sea prematuro derivar consecuencias muy simples en la explicación de fenómenos complejos como es el ahorro familiar.

Parece, sin embargo, bastante evidente que la vía seguida por el Sector Público para reducir el déficit en 1986 y en 1987, y según parece es el camino que se programa para 1989 según la información presupuestaria, es decir el incremento de la presión fiscal en lugar de la vía de contención del gasto público, además de añadir elementos de presión sobre una demanda privada muy intensa -con los consiguientes riesgos de rebrotes inflacionistas- daña la decisión de ahorrar de las familias lo que a medio plazo puede generar problemas en el proceso de financiación real de la inversión privada, variable clave para la recuperación sostenida y estable de la economía española.

III

ARMONIZACION FINANCIERA EUROPEA: SITUACION ACTUAL.

Por Raimundo Poveda.

Como es sabido el Tratado de Roma se propuso alcanzar una completa integración económica europea, y entre los sectores a integrar no constituyen excepción el bancario, entendido en sentido amplio. Sin embargo, durante muchos años la integración bancaria no progresa y ello, no sólo porque la Comunidad tenía que enfrentar otras tareas que se consideraron más urgentes, sino también, y principalmente, porque el sector bancario es un sector altamente intervenido en todos los países y se considera, desde el primer momento, irrazonable levantar las barreras que existían a la integración de los mercados bancarios sin que hubiera algún tipo de armonización de las normativas nacionales. Obviamente, el terreno de juego no hubiera estado igualado si hubiera habido situaciones de desequilibrio inaceptables para muchos.

La tarea integradora se emprende a mediados de los años setenta, pero en esa primera fase se consigue avanzar relativamente poco. Se aprueban la Primera Directiva de 1977 y la de supervisión en base consolidada, en 1983.

La primera directiva da un paso importante en el sentido de que los Estados miembros ya no pueden oponerse a la instalación de los bancos de otros Estados miembros en su territorio. Sin embargo, sí pueden someter ese establecimiento a la concesión de una autorización específica para la sucursal o filial del banco comunitario. Esta autorización se regula con un carácter mínimo. Así:

- No se exige un capital determinado, aunque sí se establece que debe haber un capital mínimo.

- No se exige una forma jurídica determinada para las

entidades de crédito, aunque sí que sus fondos propios estén diferenciados.

- No se regulan con precisión los requisitos de honorabilidad y profesionalidad, pero se requiere que las entidades de depósito habrán de contar, al menos, con dos directivos que lleven la dirección efectiva de la entidad que sean personas honorables y competentes en el plano profesional.

Son, pues, mínimos de armonización muy vagos y generales y ello permite a los países miembros un amplio campo de actuación en cuanto a la instalación de bancos de otros países en su territorio se refiere. La directiva establece, asimismo, que los países miembros no podrán aplicar criterios discrecionales en la autorización de sucursales de bancos nacionales o de sucursales de bancos comunitarios. Esto supone el rechazo del criterio de necesidad económica de mercado, o, en definitiva, que la autorización es materia reglada; sometida a condiciones tan duras como se quiera, pero reglada. Conviene advertir que España no ha llegado todavía a esa situación, pues, en nuestro tratado de adhesión se nos deja continuar aplicando el criterio de necesidad económica de mercado hasta 1992. En todo caso, llegado dicho año, nos habremos de alinear con los restantes países en este punto.

La primera directiva sólo supone, pues, un paso limitado, que todo el mundo considera insuficiente y que, en puridad, no crea nada parecido a un mercado común bancario.

La siguiente directiva, la de supervisión en base consolidada, trata de cubrir una necesidad concreta: la quiebra del Banco Ambrosiano pone de manifiesto los problemas que se suscitan cuando un grupo bancario se organiza en múltiples unidades y cada unidad trabaja en un país diferente. Es evidente que, en estos casos, todas las autoridades supervisoras, que controlan parte del grupo, pueden ser burladas por el grupo en

su conjunto. Y, por ende, se reconoce la necesidad de que las autoridades supervisoras colaboren en la supervisión del grupo bancario, permitiendo la inspección de su territorio de las sucursales o filiales del grupo o, si no permiten dicha inspección, colaborando, al menos, activamente con la autoridad supervisora de la casa matriz, con objeto de conseguir una adecuada supervisión de las actividades del conjunto.

El libro Blanco, entre 1985 y 1986, da un poderoso impulso a la creación del Mercado Común. El 1 de enero de 1993 el Mercado Común ha de estar completado en todos los aspectos, incluido el bancario.

A estos efectos, la Comisión propone su famosa lista de trescientas medidas que, en realidad, no eran las medidas necesarias para alcanzar el Mercado Unico, sino las medidas sobre las que, en ese momento, se encontraba trabajando. Por eso, en la práctica, se viene observando que en las trescientas no están todas las que debieran estar y algunas de ellas no son necesarias. Es, pues, muy posible que las medidas armonizadoras que se adopten para 1993 no coincidan exactamente con las recogidas en el Libro Blanco.

Importa resaltar, sobre todo, que en el Libro Blanco y en el año siguiente, se produce un cambio esencial para progresar en muchos terrenos: este cambio consiste en que no será necesario que las directivas se adopten por unanimidad. Al admitirse que puedan adoptarse por mayoría cualificada se impide que uno, dos o tres países puedan bloquear el progreso hacia el Mercado Unico. En nuestro ámbito, en el campo bancario, ninguna de las directivas que actualmente se encuentran en fase de discusión hubieran podido aprobarse por unanimidad, porque siempre habría algún país que se sintiera especialmente afectado en alguna cuestión, vital para él. La regla de la mayoría cualificada soslaya este problema.

En el tema bancario, se constituye en torno al Libro

Blanco una filosofía de progreso, en virtud de la cual los países miembros aceptarán el principio del reconocimiento mutuo en su propio país de los bancos de los demás países, siempre que exista un mínimo de armonización. Pero ya sólo se pide un mínimo de armonización: armonizar lo realmente esencial. Junto a este principio, se reconoce, que es esencial la adecuada supervisión por parte del país de origen. Esta es la filosofía sobre la que va a comenzarse a trabajar.

En el año 1986 se aprueban otras medidas que representan elementos de armonización aunque quizá no resulten esenciales al propósito principal. Se aprueba una directiva sobre cuentas anuales de las entidades bancarias que regula la información mínima que anualmente ha de publicar toda entidad de crédito. España no ha adaptado todavía sus normas contables a esa directiva, pero no existen realmente problemas importantes para cumplimentarla, pues el volumen de información que exige la directiva comunitaria no es mayor que el exigido por nuestro propio ordenamiento. En esencia son pocos los cambios que habrá que introducir y afectarán más al formato que al contenido de las cuentas públicas.

Se trata, además, de una directiva muy abierta en el sentido de que contiene numerosas opciones, lo que se explica por el interés de la Comisión en conseguir un rápido consenso. Para ello lo que en principio hubieran sido procedimientos obligatorios quedaron reducidos a procedimientos recomendados, lo que supone la admisión de otras posibilidades y opciones.

Evidentemente, la existencia de un criterio recomendado obligará a nuestro país a considerarlo, pero en la medida en que existen opciones y nuestros propios criterios contables encajan en algunas de ellas es presumible que seguiremos con nuestros propios criterios contables. Obviamente, nos ajustaremos al criterio de la directiva cuando sea diferente del

nuestro y no haya posibilidad de opción.

Junto a las directivas citadas, la Comisión ha publicado dos recomendaciones:

- La recomendación sobre grandes riesgos que impone determinados límites al gran riesgo que una entidad puede asumir con un grupo bancario y al conjunto de riesgos importantes que una entidad puede asumir con diversos grupos bancarios.

- La recomendación sobre la conveniencia de que en todos los países funcionen fondos de garantía de depósitos.

Ninguna de estas recomendaciones plantea problemas especiales para España.

* * *

Veamos, ahora, las directivas que se encuentran en fase de preparación.

La primera de ellas es la llamada Segunda Directiva. Fué objeto de preparación a lo largo del año pasado y se ha recibido por el Consejo en febrero del año actual, pero todavía no ha sido informada por el Parlamento europeo. Falta, pues, que la Comisión dé la versión definitiva, oído el Consejo. No obstante, la presidencia griega en el segundo semestre de 1988 ha mostrado una intensa actividad en su discusión, de modo que ya se cuenta con dos lecturas completas lo que facilita que pueda lograrse el consenso necesario para la aprobación durante el semestre de la presidencia española.

El primer problema que plantea la Segunda Directiva es el de la definición de su ámbito de aplicación, ya que, dentro de la expresión "entidades de crédito y depósito" quedan

encuadradas entidades muy diferentes en cada país, con campos de actividad que se superponen parcialmente pero que, desde luego, no son coincidentes. Es, pues, necesario buscar un terreno común en el que sea posible conseguir un acuerdo general y un terreno común se encuentra, precisamente, en el tipo o clase de actividad que desarrollan las entidades.

¿Cuál es el campo de actividad común en el que hubo acuerdo en 1977?. Esa actividad vino definida por la recepción de fondos reembolsables del público para la concesión de créditos. Ambas funciones, activa y pasiva, figuran copulativamente en la definición. Una entidad que sólo conceda créditos con sus fondos propios o que reciba recursos reembolsables pero no conceda créditos; - por ejemplo, porque se dedique al mercado de valores- no entraría en el ámbito de aplicación de las directivas reguladoras de las entidades de crédito. Evidentemente, la definición utilizada -recibir depósitos para conceder créditos- se queda muy corta respecto de lo que generalmente se entiende que es un banco o una caja de ahorros y de lo que hacen estas entidades. Por ello, tanto la Comisión como algunos países han realizado esfuerzos importantes por extender el concepto de entidad de crédito. Esfuerzos que, en la práctica, han suscitado tantos problemas como lo que han resuelto, llegándose así a la convicción de que no es posible modificar la definición que se ha venido utilizando, porque, de otra manera, se invadirían las competencias de las autoridades supervisoras del mercado de valores y por otras muchas razones.

Para aproximarse a la que podríamos denominar definición natural de entidad de crédito, se completa el concepto con una lista relativamente extensa de actividades típicas de las entidades bancarias, que cualquier entidad bancaria podrá ejercer en el país de acogida, siempre que la licencia expedida por el país de origen le permite ejercerlas. Es decir, si en su país de origen una entidad de crédito tiene prohibidas de-

terminadas actividades, y su autoridad supervisora, por tanto, no se preocupa de controlar esas cuestiones, la entidad no podrá desarrollar en los demás países miembros las actividades que tampoco puede ejercer en su país de origen, por prohibición legal o estatutaria. Paralelamente, las actividades que está habilitada para desarrollar en su país de origen, podrán ser ejercidas en el país de acogida, sin que éste pueda oponerse.

La consecuencia de esta situación es la posibilidad de que la legislación interna de los países miembros pueda resultar discriminatoria contra sus propias entidades, que pueden ver reducido su campo de actuación frente a entidades procedentes de otros países miembros. Aunque la postura que puede parecer normal es la de que los países miembros levanten las prohibiciones que limiten la actividad de sus propias entidades, curiosamente existen numerosos países que mantienen muchas de estas barreras para sus propias entidades.

Así pues, la definición del ámbito de aplicación se resuelve mediante el mantenimiento de una definición que a nadie satisface, pero de la que nadie es capaz de escapar, al tiempo que se añade una lista de actividades que comprende la recepción de depósitos reembolsables, la concesión de préstamos, el leasing, el conjunto de operaciones de pagos, incluyendo la emisión y gestión de medios de pago, concesión de avales y garantías, transacciones por cuenta propia y por cuenta ajena, instrumentos cambiarios, innovaciones financieras tipo instrumentos a plazo y opciones -y éste es uno de los supuestos en el que nosotros hemos de avanzar puesto que los bancos extranjeros que actúen en España podrían hacer opciones y sería absurdo que las entidades españolas no pudieran trabajar en este ámbito-, transacciones sobre divisas o cobertura de tipos de interés, transacciones en valores mobiliarios -tema controvertido, porque supone un claro solapamiento con las entidades dedicadas específicamente al mercado de capitales-, interme-

diación en mercados interbancarios, alquiler de cajas fuertes e informaciones comerciales.

Conseguido el acuerdo sobre este tema, se trata ahora de asignar claramente las competencias que corresponden al país de origen y al de acogida. En segundo lugar, habrán de fijarse los elementos de armonización necesarios para que todos estén dispuestos a aceptar el reconocimiento mutuo.

En materia de reparto de competencias, la responsabilidad principal supervisora corresponderá siempre al país de origen. En las llamadas "materias prudenciales" -anglicismo difícil de traducir que se refiere esencialmente a la seguridad, solvencia y liquidez de las entidades-.

A la autoridad del país de acogida corresponden fundamentalmente los temas de política monetaria puesto que ésta no se encuentra armonizada en el campo comunitario. El proyecto de directiva se refiere a la liquidez de la sucursal pero éste es tema en el que pueden suscitarse dudas respecto de cuál vaya a ser la solución final porque la liquidez de la sucursal no es responsabilidad de la autoridad del país de acogida, sino de la matriz de la sucursal. Si la autoridad del país de acogida tuviera que preocuparse de algo relativo a la liquidez tendría sentido que fuera de la liquidez en la propia moneda del país de acogida. Por eso este punto representa un asunto bastante cuestionable.

La directiva solamente se ocupa de la supervisión prudencial, lo que significa que cuestiones tan de moda como las relativas a la defensa del consumidor, no entran en el reparto de competencias que se establece en ella. Tendrá, pues, competencia aquella autoridad a la que venga atribuída por razones de interés público. Será, entonces, la autoridad del país de acogida la que podrá aplicar su propia normativa a las sucurs-

sales de bancos extranjeros que operen en su territorio.

En cuanto a las transacciones transfronterizas, en las que la prestación de servicios se realiza sin instalación, aunque puede suponerse que prevalecerá la legislación del consumidor, es un tema todavía no cerrado.

Podemos, pues, terminar el análisis del reparto de competencias señalando que aparece recogido en un conjunto de preceptos de la directiva que necesitan todavía una profunda revisión técnica, por lo que el resultado final puede ser muy distinto de lo que, hasta ahora, nos resulta conocido.

En el terreno de la armonización de condiciones se armonizan, en primer término, las de acceso a la actividad bancaria. Estas condiciones de acceso son, básicamente dos: la existencia de un capital mínimo y la honorabilidad y profesionalidad suficientes de quienes crean la entidad.

Respecto del capital mínimo hay un consenso general sobre la cifra de cinco millones de ECUS (entre 700 y 750 millones de pesetas). Es una cifra de consenso, pues hay países que se encuentran claramente por encima, en tanto que otros exigen una cifra inferior de capital. Nada impide que, para la concesión de licencia, se exijan cuantías más altas. No obstante, para las sucursales de bancos extranjeros no puede exigirse capital mínimo. Es decir, por el hecho de tener una licencia bancaria y haber cubierto las condiciones de acceso en su propio país, cualquier banco podrá instalar sucursales libremente dentro del ámbito de la comunidad.

A la cifra de capital mínimo han de hacerse, sin embargo, determinadas excepciones, pues siendo razonable para entidades de ámbito universal se considera excesivamente alta para ciertas actividades especializadas. Piénsese, por ejemplo,

que también son entidades de crédito las entidades financieras o las cajas rurales o las entidades de "leasing" o las sociedades de tipo hipotecario, entidades todas ellas que, debido a su especialización, a sus limitaciones funcionales, pueden operar con cifras mucho menores.

Junto a la situación anterior -que prácticamente se produce en la totalidad de los países de la Comunidad- otra razón para exigir un capital menor es la restricción geográfica. Y aquí existe un fuerte contencioso entre la Comisión y los países miembros ya que, algunos, como Alemania, tienen una fortísima red de microentidades que trabajan en una sola plaza, para las cuales solicitan un capital inicial muy inferior a los cinco millones de ECUS. Por su parte la Comisión se niega a que la normativa comunitaria imponga o reconozca criterios de restricción geográfica basándose en que el funcionamiento en el ámbito comunitario supone el derecho a actuar en toda la Comunidad, por lo que ninguna norma comunitaria podría reconocer el criterio geográfico como justificativo de una cifra de capital menor o de condiciones especiales en la aprobación de las entidades. El tema se encuentra en discusión y es de esperar que pueda hallarse alguna solución razonable. Quizá una vía de salida fuera la de sustituir la consideración estrictamente geográfica por la atención a la dimensión potencial de la entidad o a restricciones de tipo objetivo funcional.

La segunda condición de armonización es la relativa a la honorabilidad y profesionalidad de las personas y socios que actúan en la nueva entidad. En una lectura más atenta de la directiva puede llegarse a la conclusión de que se refiere no a la honorabilidad sino a lo que los ingleses entienden por "SUITABLE" y ello significa que una persona resulte aceptable para el Banco de Inglaterra. Por eso puede resultar difícil traducir la expresión inglesa "suitable" al castellano o al francés, sobre todo porque lo que, en definitiva, late en la

concepción británica es un amplio margen de discrecionalidad y ello puede plantear serios problemas a los países de régimen jurídico continental. En cualquier caso, y se defina como se defina, cuando las personas que pretendan comprar una participación que les dé notable influencia en una entidad de crédito o que le atribuya el control de la entidad no sean "suitables", las autoridades supervisoras podrán negar la creación o la compra de la entidad.

En el mecanismo de creación de entidades ha surgido un enrollo muy difícil de superar en la negociación de la directiva: el tema de la reciprocidad.

El tema no se plantea dentro del ámbito comunitario en el que la apertura de los diferentes espacios nacionales esteriliza el concepto de reciprocidad.

Tampoco se plantea, tratándose de bancos extracomunitarios, si éstos establecen una sucursal, ya que las sucursales de los bancos extranjeros no tienen derechos comunitarios; su licencia solamente les permite trabajar en el país que la ha concedido, pero no en los demás.

La situación es distinta cuando se trata de una filial de un banco extracomunitario -una filial de un banco japonés instalada en Londres, por ejemplo-, porque la filial es una sociedad comunitaria, constituída conforme al derecho comunitario y, por consiguiente, goza de los derechos comunitarios, de acuerdo con el Tratado de Roma. Es decir, el banco extracomunitario que pueda encontrar dificultades para acceder directamente al mercado de un determinado país miembro -por ejemplo, en Grecia- podrá instalar una filial en otro país miembro -por ejemplo, en España- y desde esa filial realizar operaciones o instalar una sucursal en Grecia, sin que éste pueda impedirlo.

Se trata de un tema importante porque, obviamente, abre

más de lo que algunos países quisieran las puertas a la competencia de los bancos extracomunitarios. Por ello, se ha ideado la fórmula de la reciprocidad comunitaria, que consiste en que si una entidad no comunitaria quiere crear una filial en el ámbito de la Comunidad, la autoridad del país de acogida lo comunicará a la Comunidad. Esta estudiará si ese país concede reciprocidad a los bancos de cualquiera de los países miembros de la Comunidad y si existe algún problema, es decir, si el país no miembro impide que se instalen en él los bancos comunitarios o no les otorga igualdad de tratamiento, la filial no será autorizada.

El problema es especialmente difícil por existir tres o cuatro países -entre ellos, uno de tanto peso en estas cuestiones como Inglaterra- que se oponen radicalmente al principio de reciprocidad en tanto que otros países -entre los que se incluye España- consideran muy razonable el principio de reciprocidad y, por nuestra parte, entendemos, además, que nuestros propios intereses en esos terceros países estarían mejor defendidos con la presión comunitaria que si funcionamos exclusivamente con nuestros propios medios. No parece posible adelantar cuál es la posible solución de este tema pues en este momento el consenso parece sumamente difícil.

Otro problema en el que hay graves dificultades para conseguir el consenso es la norma de armonización propuesta por la Comisión que establece limitaciones importantes a las participaciones de las entidades de crédito en empresas no financieras. Entran aquí en conflicto dos modelos de banca.

El modelo de la banca universal, en el que se reputa normal que los bancos desarrollen una actividad importante de promoción, de financiación a largo plazo y de fomento en sectores tales como el industrial o el inmobiliario, y la tradición bancaria anglosajona en donde la banca no debe tener en absoluto implicaciones de este tipo, no debe tener

participaciones industriales o fuera del sector financiero.

La Comisión ha buscado una vía intermedia, imponiendo determinados límites a la participación. Visto desde la perspectiva anglosajona, esto significa que la Comisión está aprobando el modelo de banca universal. Visto desde la perspectiva continental, quiere decir que la Comisión está prohibiendo, la banca universal.

Para algunos países -entre ellos, Alemania- el tema es trascendental y puede motivar el bloqueo de la directiva. Habrá, pues, que ver qué posible solución se le da. En realidad, no debería haber sido nunca un tema a armonizar y quizá debería ser apartado de la directiva, si se quieren conseguir progresos.

Otra cosa es, naturalmente -y en eso se muestran de acuerdo tanto los partidarios como los no partidarios de la banca universal- que las participaciones en el sector industrial supongan riesgos añadidos, lo que conlleva la necesidad de refuerzos de capital importantes y puede tener sentido, a pesar de todo, que se establezcan techos.

Junto a los señalados, la Segunda Directiva trata otros problemas adicionales. Así, establece un procedimiento de reparto de la facultad sancionadora entre las autoridades de origen y de acogida y revisa las normas que sobre secreto bancario establece la primera directiva, pues, al establecer el principio de colaboración entre las autoridades citadas, es preciso levantar, al menos en cierta medida, el secreto a que está obligada en su trabajo toda autoridad supervisora, ya que si no se hiciera así sería imposible la comunicación entre autoridades.

Este principio de levantamiento del secreto bancario para hacer posible la comunicación entre autoridades superviso-

ras se registró en la primera directiva pero ahora se ha puesto de manifiesto su insuficiencia, porque muchas veces la autoridad bancaria ha de colaborar con otras autoridades supervisoras, como las bursátiles o las que actúan en el ámbito de los seguros, que ejercen funciones respecto de entidades financieras, pero que no son autoridades bancarias. Es éste otro punto de discusión porque quizá las propuestas de la Comisión resulten excesivas y bastaría con alguna pequeña adaptación.

Por último, en cuanto a la Segunda Directiva, es seguro que será adoptada pues su filosofía básica en punto al reconocimiento mutuo en base a un mínimo de armonización y al principio de la responsabilidad del país de origen está generalmente aceptada. No obstante, muchas de sus normas han de ser revisadas. Cuanto más flexible sea la posición de la Comisión en cuanto a la supresión de puntos conflictivos más rápida podrá ser su aprobación.

Otro terreno esencial en materia de armonización es el relativo al coeficiente de solvencia. En este momento, y desde los trabajos del Comité Cooke, en muchos países se acepta que la doctrina supervisora del mantenimiento de unos recursos propios suficientes es condición imprescindible para las entidades bancarias.

Por ello, la Comisión ha preparado dos directivas, en una de las cuales se definen los recursos propios y en la otra un coeficiente de solvencia basado en un "ratio" ponderado.

En la reunión del día 12 de diciembre el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda aprobó los criterios básicos de la primera de estas directivas. Resta por concluir el proceso de traducción y demás actividades previas a su aprobación definitiva, pero la directiva puede considerarse aprobada.

Ambas directivas -la de definición de los recursos propios y la del coeficiente de solvencia- se encuentran muy próximas, como es sabido, a la recomendación del Comité Cooke y no podría ser de otra manera, pues siete países muy importantes se sientan en ambas mesas y no podrían aceptar compromisos muy diferentes, digamos con Japón y Estados Unidos, y con la Comisión.

El conjunto de las dos directivas, de fondos propios y de solvencia, establecen requerimientos de recursos propios muy importantes, que pueden ser excedidos, pero no rebajados, por las autoridades de los diferentes países.

¿Planteará problemas importantes de adaptación esta normativa a las entidades bancarias españolas?

No parece que los problemas puedan ser superiores a los que ya plantea nuestra propia normativa nacional.

Las normas de solvencia de los últimos dos o tres años han forzado a las entidades a recapitalizarse, a constituir reservas o buscar recursos propios para cubrir unos determinados mínimos, que serán suficientes, cuando hayan sido alcanzados, para cubrir los comunitarios. No es, por tanto, una obligación añadida de especial dureza para nosotros. Aunque es cierto que existe un cierto número de entidades que están teniendo todavía algunas dificultades, es de esperar que, gracias a los largos plazos de adaptación que concede la normativa comunitaria y a los esfuerzos que se están realizando por las entidades afectadas para conseguir la cobertura, el problema estará resuelto para 1992.

Respecto de las demás directivas en estudio, puede afirmarse que pertenecen al grupo de las no esenciales. Así, la relativa al saneamiento y liquidación, plantea muchos problemas administrativos y no parece que durante el período de la

Presidencia española exista intención de agilizar su aprobación, como tampoco lo ha hecho Grecia durante su mandato.

En cuanto a los mercados hipotecarios puede afirmarse que es un tema especializado, bastante marginal, y que, para la mayor parte de los países, no suscita demasiado entusiasmo.

En esta última directiva el tema importante que queda por resolver es el principio del reconocimiento de las técnicas del país de origen. La idea es que las entidades de crédito y, en particular, las entidades hipotecarias, puedan utilizar en los países de acogida sus técnicas propias, aquellas con las que actúan en sus países de origen, porque si no fuera así sus posibilidades de actuar seriamente en los países de acogida serían totalmente nulas.

Los deseos de la Comisión en este punto coinciden con los de la mayor parte de los países, pues la implantación del principio resulta interesante desde la perspectiva de la innovación financiera, pues, resulta ventajoso que se implanten técnicas más eficaces.

Al principio de esta intervención se señalaba que, junto a las directivas previstas y que no son esenciales, hay otras que se encuentran en la situación inversa: no se habían previsto y su necesidad es evidente.

En este sentido hay dos directivas importantes, sobre cuyos textos trabaja actualmente la Comisión. En primer término, la revisión de la directiva de supervisión en base consolidada. Lo que, en este momento, regula la directiva del año 1983 es la supervisión de grupos que estén encabezados por una entidad de crédito, y lo que se supervisa son las entidades de crédito del grupo y las entidades financieras, entendiendo por tales las que realicen alguna de las dos actividades que defi-

nen a una entidad de crédito: otorgar créditos o recibir depósitos.

Pero, naturalmente, un grupo puede organizarse de otras formas muy diferentes. Así, por ejemplo, encabezarse por una "holding", y este supuesto -crucial- no está previsto por la directiva de 1983. Hay un texto en elaboración, que quizá pueda estar terminado en la próxima primavera, en el que se extiende el concepto de grupo y permitiría supervisar en base consolidada grupos de definición mucho más amplia que incluirían en el grupo entidades financieras que, por ejemplo, trabajan en el mercado de valores, sin caer en la antigua definición de entidad financiera.

En segundo lugar, la otra directiva se incluye en el terreno de la defensa del consumidor y se refiere a la transparencia en las condiciones de las operaciones. La Comisión no se ha atrevido a proponer una armonización de la defensa del consumidor fuera del campo del crédito al consumo, pero a raíz de un estudio, ampliamente difundido, sobre vicios y defectos en los movimientos de dinero entre países, se atrevió a proponer una directiva propugnando la transparencia por lo que respecta a las condiciones de los servicios bancarios transfronterizos, como los pagos entre países. En honor de España hay que decir que en el texto que la comisión elabora actualmente se han recogido muchas ideas, e incluso transcrito párrafos, de nuestras circulares del Banco de España sobre comisiones y condiciones, así como de las normas que regulan el servicio de reclamaciones.

Este es el panorama de los trabajos que, en estos momentos, desarrolla el Consejo y la comisión de las Comunidades Europeas en materia bancaria. Solamente queda añadir una última nota cual es la de que la normativa bancaria no funciona en el vacío. Hay otros campos de la actividad financiera que se relacionan con ella y, en particular, el de las operaciones

en valores. En este sentido, existe otro bloque de normas, algunas aprobadas, otras en elaboración que afectan al mercado de valores y a las entidades que operan en valores y no puede olvidarse que las entidades de crédito, si no por su definición, sí por la lista de sus actividades, operan en valores. Por tanto, lo que se haga en esta materia ha de tener repercusión en el terreno bancario específico.

Algunos países y la Comisión pretenden que la normativa sobre servicios de inversión y la normativa bancaria progresen en paralelo. Este paralelismo es, sin duda, difícil por el desfase temporal de la presentación de las respectivas directivas, pero, sin duda, parece claro que debe haber una actuación coordinada en los dos terrenos.

Por último, ya, un campo concreto en el que se pretende que haya armonización es el del establecimiento de necesidades o requerimientos de solvencia comunes para los riesgos de intereses y de mercado, es decir, riesgos que se generan esencialmente en los mercados financieros y que deberían ser comunes tanto para las sociedades de inversiones como para los bancos. El único problema es que la teoría del riesgo no está suficientemente desarrollada y faltan criterios comunmente aceptados, lo que plantea serias dificultades para la presentación de propuestas concretas sobre el esquema posible de su cobertura con recursos propios. Quizá no pueda irse más allá de un esquema informativo para que puedan analizarse estos riesgos sobre una base común.

IV.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL.

por Manuel Conthe.

Ante todo, quiero agradecer a la Fundación "FIES", así como / a la propia CECA, la invitación que se me ha hecho para participar en este seminario. En primer lugar, pienso hacer unas pequeñas reflexiones sobre dos sectores no financieros -el sector público y / el sector exterior-, para realizar después unas breves consideraciones sobre el mercado de valores, el mercado de capitales en su sentido tradicional, y concluir con unas reflexiones sobre el entorno en que se desenvolverán las entidades de crédito. Con respecto a este último punto, les adelanto que el entorno financiero en el que / tendrán que desenvolverse las entidades de crédito, en el futuro, será mucho más competitivo que el actual.

Empezaré, por consiguiente, por un brevísimo repaso de aquellos aspectos del sector público que pueden tener relevancia para nuestro sistema financiero; y lo primero que querría constatar es que el déficit presupuestario está en una línea de reducción continuada. Si / han tenido la oportunidad de leer el documento sobre escenarios macroeconómicos, que acompañó al Proyecto de Ley de Presupuestos, presentado al Congreso, habrán podido comprobar que las previsiones macroeconómicas realizadas hasta 1992, contemplan, cómo para esa fecha dejará de haber déficit presupuestario. Esa previsión parece bastante fundada y, como se ha señalado en otra de las intervenciones, se basa más en una previsión de aumentos de los ingresos tributarios // que en una contención radical del gasto público. En todo caso, sí // querría señalar que ese aumento de los ingresos tributarios que se / contemplan, de aquí al año 92, es fruto, esencialmente, no de un // aumento en los tipos impositivos, sino de un afloramiento de las bases; de forma que tiene un carácter menos dramático del que pudiera desprenderse de algunas lecturas, y de ahí, que el término presión / fiscal quizá no sea el más certero posible para traducir, semánticamente, ese fenómeno de mayor recaudación tributaria, por el mero hecho de mantener los tipos impositivos y de que las bases aumenten //

(tanto las bases per cápita, como el número de contribuyentes). En todo caso, no cabe duda, como señalaba el Profesor Fuentes Quintana, que este aumento de presión fiscal -aumento de los ingresos tributarios diría yo-, ocurrido en los últimos años, va a ser un acicate // del proceso de innovación financiera.

Dentro de este capítulo, habría que distinguir dos grandes apartados: por un lado, las innovaciones financieras que tratan de aprovechar la normativa fiscal vigente; es decir, que únicamente pretenden favorecer la planificación fiscal del contribuyente. Ejemplos típicos serían los productos relativos a planes de pensiones, que aprovechan unas ventajas fiscales consagradas en el Boletín Oficial; y la creación de productos financieros que traten de retribuir al inversor, más por la vía de incrementos de patrimonio que por la vía de rendimientos. Son innovaciones que respetan ampliamente la legalidad, y / que, por consiguiente, son plenamente admisibles en cualquier sistema económico.

Por otro lado, estarían aquellas innovaciones que de lo que tratan no es de aprovechar inteligentemente la legislación fiscal y sus potenciales fallos, sino únicamente ampararse en situaciones, o fomentar situaciones de evasión fiscal estratégica; cuestión que, evidentemente, roza la ilegalidad.

Dentro de esa perspectiva de disminución del déficit presupuestario de aquí a 1992, no cabe duda que en el año 89 seguirá habiendo un déficit presupuestario, que los optimistas ciframos en un 2'7% del / P.I.B., aunque quizás pudiera ser un poco más elevado. Por supuesto, ese es un elemento que presiona sobre la demanda agregada, y aunque el presupuesto siga siendo expansivo, lo es menos que en años anteriores. Justamente esta perspectiva de reducción gradual del déficit es la que va a permitir, dentro de un calendario razonable, salvar / parte de la deuda que el sector público contrajo con el sistema financiero, y que se plasmó en la política de coeficientes: tanto en la política de coeficientes de inversión como en la relativa al tramo remu

nerado del coeficiente de caja que, hasta cierto punto, es un sucedáneo de aquél.

Es propósito del Ministerio de Economía y Hacienda y del Banco de España llevar a cabo una reducción progresiva de ambos coeficientes. Creo que es importante que esa reducción no sea meramente lineal, sino que tenga naturaleza verdaderamente progresiva, porque de acuerdo con esas previsiones macroeconómicas a las que antes aludía, ese perfil de reducción temporal del déficit presupuestario no es un perfil lineal, sino que es un perfil progresivo en el que, esencialmente, a partir del año 91 se producirá una fuerte contracción del déficit.

Por otro lado, dada la magnitud de las cifras arrastradas por / ambos coeficientes, es preciso que la supresión de ambos se haga coordinadamente, de forma que no se solape su impacto financiero en un // período corto, puesto que la magnitud de las cifras que están congeladas por ambos son verdaderamente grandes. Superan en el caso del coeficiente de inversión los dos billones y pico, y en el caso del tramo remunerado, incluso más que esa cifra.

Frente a esta perspectiva de un déficit menor, con una política de ajuste de cuentas pendientes y reducción progresiva de coeficientes, es preciso que el Tesoro esté dispuesto a continuar, de una forma perseverante, en esa política que ya inició hace años de apelación regular a los mercados de capitales, captando su financiación no por la vía espúrea de los coeficientes, sino por una vía de acudir a los mercados. De ahí, justamente, que sea propósito del Ministerio, de la Secretaría de Economía y del Tesoro empezar a diversificar los instrumentos financieros a través de los cuales se van a captar fondos. Decision especialmente dolorosa, en una coyuntura como la actual de / tipos de interés reales extremadamente altos.

Por otro lado, parece también lógico que el Ministerio de Economía y la Dirección General del Tesoro, hagan un esfuerzo por mejorar la comercialización al por mayor de sus instrumentos de deuda. Es perfectamente razonable pensar que el sistema de distribución de la deu-

da pública actual, en la medida en que descansa de una forma predominante sobre las entidades gestoras de deuda, que en su gran mayoría son entidades de crédito que a su vez apelan a los mercados financieros, se traduce en un ligero conflicto de intereses entre esos intermediarios financieros, que en principio, cuanto más deuda pública vendan al inversor final, menos pasivo propio van a captar. De ahí la necesidad que el Tesoro lleve a cabo una política más activa de comercializar sus propios activos que actualmente, insisto, rinden unos tipos de "dinero" reales espléndidos. Proceso que lógicamente se traducirá en una mayor competencia para las entidades financieras.

Una tercera característica de ese principio de apelación regular a los mercados financieros, será esa aceptación de las condiciones que los mercados financieros reclamen a cada momento, especialmente respecto a tipos de interés.

En los últimos meses el Tesoro ha dado muestras inequívocas de aceptación del principio de flexibilidad; aunque, por desgracia, sea al alza de los tipos de interés, porque está influido por unos objetivos cuantitativos de captación de fondos. Ahora bien, creo que en este proceso de flexibilidad de los tipos de interés hay determinados límites. Uno que deriva de la propia mecánica de formación de expectativas en nuestro sistema financiero. Este proceso de formación de expectativas no es particularmente sofisticado respecto a los tipos de interés. Cualquier elevación al alza de los tipos de interés al que se emite la deuda pública, se interpreta automáticamente, como el pistoletazo de salida de una escalada de los tipos de interés sin límites, por que en esta conducta de los operadores están influyendo comportamientos pasados del propio emisor, los cuales se han aprendido por todos los operadores. Ese proceso imperfecto de formación de expectativas es un argumento para que los tipos de interés sean más estables de lo que en un mercado perfecto pudiera ser razonable.

Por otro lado, es obvio que el país, además de tener objetivos cuantitativos en materia monetaria, también tiene unos objetivos la xos, pero objetivos al fín y al cabo, en términos de tipo de cambio. De forma, que la experiencia demuestra que una excesiva flexibilidad al alza de los tipos de interés tiene unas consecuencias perniciosas sobre los tipos de cambio. Quiero señalar, que hay una incertidumbre ante los tipos de interés, y que estamos prácticamente en vísperas / de una subida todavía más drástica de tales tipos. Aunque debo reconocer que soy parte interesada, querría indicar que los tipos de inte rés que tenemos en España actualmente, en términos nominales y reales son ya extremadamente altos; son mucho más altos, no solo en términos nominales, sino en términos reales, que los prevalcientes en cualquier otro país industrializado, incluido el Reino Unido.

También se ha señalado con anterioridad que un alza ulterior de los tipos de interés tendría un efecto expansivo sobre el gasto público, que es lo que por hipótesis se quiere restringir. La experien cia demuestra además que el gasto agregado a la economía es, si no total, sí muy insensible al nivel de tipo de interés real, con lo / cual una ulterior subida de los tipos de interés tendría un efecto / contractivo del gasto agregado más que dudoso; y por el contrario, lo que sí avala la experiencia reciente, y sobre todo la experiencia del año 87, es que los tipos de interés tienen un efecto inmediato sobre el tipo de cambio. Es evidente que en materia de tipo de cambio no / hay unos objetivos rigurosos; pero sin existir objetivos extremadamen te rigurosos, sí que parece claro que hay límites a las posibilidades de la apreciación real de la peseta, por cuanto que la experien cia comparada señala -y la de Estados Unidos es muy evidente al res pecto- que una excesiva apreciación nominal de una divisa puede exi gir, con posterioridad, un desandar ese camino con unos costes de / ajuste suplementarios verdaderamente innecesarios.

Admitiendo que existe un cierto grado de incertidumbre sobre / los tipos de interés, particularmente pienso que es extremadamente improbable una escalada adicional de los tipos de interés. En el Te soro y en la Secretaría de Estado de Economía entendemos que los tipos de interés reales son altísimos, y por consiguiente nos cuesta / creer que quede espacio para subidas adicionales.

Voy a referirme ahora brevísimamente al sector exterior y a dos componentes que anlazan con el sector financiero: uno, el mecanismo de control de cambio; y otro, el tipo de cambio. En cuanto al control de cambio, estamos prácticamente a las puertas de una liberalización plena de los movimientos de capital. Esta a punto de salir una orden ministerial que liberalizará plenamente las inversiones españolas de cartera en el exterior, con excepción de los depósitos bancarios en entidades no residentes. Esa orden consumará prácticamente el proceso de liberalización de nuestro sistema de control de cambios, y establece el principio de que las transacciones con el exterior, y más las inversiones, tienen que ser fiscalmente transparentes en España. De ahí justamente esa interposición de entidades depositarias de todas las inversiones en el Ministerio, que se exige ya desde la norma tiva anterior, y que se consagrará nuevamente en esta nueva orden mi nisterial. Es decir, el principio de la transparencia fiscal de las inversiones parece plenamente congruente con una normativa tributaria interna, que ha buscado deliberadamente evitar, con más o menos éxito, parcelas fiscalmente opacas. En todo caso, se extiende también esa / función de entidad depositaria a entidades distintas de las de crédi to, por un prurito de ofrecer una mayor competencia en el desarrollo de esa actividad, y permitir al inversor español que pueda acceder a las inversiones exteriores, a través de entidades que no tengan ese / conflicto de interés latente, que existe en toda entidad que tiene / que comercializar productos, teniendo al mismo tiempo otros pasivos propios que venderle al inversor potencial. De forma, que con esta / orden ministerial, lo que tendremos en nuestro control de cambio en

vigor, serán límites de naturaleza meramente coyuntural a las entradas de capital; límites que afectan a las inversiones extranjeras / en depósitos en pesetas convertibles, a las operaciones de REPO sobre deuda pública y a las operaciones de endeudamiento exterior, / tanto de prestatarios privados, a través de préstamos financieros regulados por la circular del Banco de España, como de las propias entidades de crédito a través de las normas y de las directrices limitativas de las posiciones netas de contado en divisas. De forma que, verdaderamente, a partir del año que viene, el control de cambios en España habrá dejado de cumplir su función tradicional de mecanismo cuantitativo de ajuste de la balanza de pagos, y se habrá convertido en un mero mecanismo de transparencia fiscal de las transacciones con el exterior.

En cuanto al tipo de cambio es evidente que, ya desde hace unos / años, la política tipo de cambio de la peseta se ha ido orientando gradualmente hacia el Sistema Monetario Europeo. Un sistema, que // esencialmente tiene tres grandes apartados. Uno, puramente "folklorico", -en el que participa España- que consiste en la obligación de los países adheridos de depositar, estadística o contablemente, parte de sus reservas internacionales en el CECOM, con el fin de / tener acceso a unas líneas de crédito entre los diversos bancos centrales. El Banco de España participa en ese sentido y, por consiguiente, podríamos decir que, en su aceptación más amplia, España forma / parte, en alguna medida, del Sistema Monetario Europeo.

Una segunda cuestión, es la inclusión de la peseta en la definición legal del ECU. Es una cuestión que no tiene absolutamente nada que ver con la inclusión de la peseta en la disciplina de cambios del Sistema Monetario Europeo; y justamente porque no tiene nada que ver con esa inclusión de la peseta en la disciplina de cambio en el Sistema Monetario, es por lo que España ha venido defendiendo, y de-

fiende desde que firmó el Tratado de Adhesión que esa inclusión de la peseta y del escudo -dicho sea de paso- en el ECU, es un derecho de los países miembros que tendrá que atemperarse con la necesaria estabilidad del ECU como divisa, y con su atractivo financiero. Pero en todo caso, hay un firme propósito de que en Septiembre del 89, que es cuando se produce la revisión regular de la definición del ECU, la peseta pase a ser parte integrante de esa definición. Lo que habrá que negociar en su momento, será su peso relativo. Es decir, estamos hablando del tema de la pura definición de esa cesta de monedas que es el ECU; y lo que España reclamará en Septiembre del año que viene es que dentro de esa cesta se incluya un poquito más de un duro, entre 6 y ocho pesetas.

Y finalmente, contemplamos el tercer aspecto: el de la disciplina cambiaria, la "rejilla" de paridades, que es el más conocido, y que muy a menudo se confunde con los anteriores.

Aquí, la actitud oficial española ha sido claramente reticente, a la hora de incorporarse a ese mecanismo de cambios, porque siempre hemos entendido que al estar dominado el sistema esencialmente por el marco alemán, se introduciría un ligero sesgo deflacionista, que hasta cierto punto chocaba con el deseo de tener un crecimiento, aunque no inflacionario, en la economía española. Como, por otro lado, el éxito en la lucha contra la inflación, sin ser total, había sido relativamente grande sin necesidad de importar esa disciplina cambiaria que supone el mecanismo de cambios de intervención, no había argumentos verdaderamente urgentes para incorporar la peseta a ese mecanismo de cambios. Y esa sigue siendo la tesis oficial.

Ello no quiere decir que la paridad de la peseta, respecto a / las monedas más importantes del Sistema, no tenga ya, antes de que España se incorpore al mecanismo, una influencia efectiva. Yo creo que eso es evidente, y eso es lo que permite pensar que en el futuro la peseta deberá tener una relativa estabilidad respecto a las

monedas señeras dentro del mecanismo de cambio; lo cual, como corolario, nos llevará a que progresivamente empezará a perder autonomía la política española de tipos de interés nominales. Lo que en definitiva refuerza un poco el argumento que antes esboqué, en el sentido de que en un mundo progresivamente interdependiente, en donde el // objetivo cambiario es tan relevante como un objetivo monetario cuantitativo interno, hay determinados límites al nivel de tipo de interés real que puede soportar una economía.

Seguidamente voy a analizar el sistema financiero, para abordar primero algunas consideraciones sobre el mercado de capitales en un sentido amplio, y, posteriormente, algunas reflexiones sobre el mercado de las entidades de crédito.

En cuanto a la evolución reciente del mercado de valores, cabe / decir que los propósitos de esta reforma, consagrada en la Ley del Mercado de Valores, creo que se pueden agrupar en los siguientes / epígrafes: por un lado, uno de los propósitos esenciales de la Ley del Mercado de Valores ha sido establecer un mecanismo efectivo de supervisión de dicho mercado, que en la época anterior no era particularmente eficiente, y que al mismo tiempo -como han dicho algunos de sus mentores- supone una mayor transparencia de la información en los mercados de valores. Esa preocupación, esa obsesión por la transparencia en el fundamento de los mercados de valores se traduce, por ejemplo, en las normas sobre publicidad de las participaciones en el capital de las sociedades de valores; la publicidad de las participaciones en sociedades cotizadas en Bolsa; y en la consideración de lo que las directivas judiciales llaman "operaciones de iniciados" (insider trading), información privilegiada como un supuesto de infracción administrativa. Quisiera señalar que se ha criticado a veces, desde una perspectiva legal, y desde una perspectiva de derecho comparado, el hecho de que esta Ley del Mercado de Valores no se

aprovechara para configurar como un delito, y no como una mera infracción administrativa, la figura del uso de la información privilegiada. En defensa de los autores de la Ley, entre los que no me encuentro, creo que hay que resaltar que era totalmente imperioso establecer un cierto gradualismo. Y partiendo de un sistema donde el uso de información privilegiada, lejos de considerarse como punible, se consideraba un poco como la salsa que regía el fundamento del mercado, era oportuno, por ese principio de gradualismos, pasar a configurar ese uso de la información privilegiada como una mera infracción administrativa. El tiempo dirá si en el futuro, habrá que utilizar procedimientos punibles más estrictos.

Además de esta preocupación por la supervisión efectiva del mercado y por la transparencia, la Ley aspira a modificar un sistema de corte latino de intermediación por un sistema anglosajón, que estaba ya prefigurado en el sistema de anotaciones en cuenta, que un año / antes se había puesto en vigor. De ahí que en el nuevo sistema sean la Sociedad de Valores, y la Agencia de Valores las piezas básicas del mercado. Es importante aquí señalar que la Ley aspira únicamente a una división funcional entre lo que son sociedades de valores, que vienen a ser el correlativo español de los investment Bank (de los bancos de inversión anglosajones) y la banca comercial en sentido / tradicional. Por un lado, se respeta plenamente esa doble capacidad que la banca comercial ha tenido para operar en los mercado de valores, y por otro se establece una división funcional entre sociedades de valores y banca comercial, sin que se establezcan limitaciones en la participación de los bancos comerciales en sociedades de valores. Si bien, en la Ley del Mercado de Valores existe una cierta ambigüedad al respecto, por cuanto hay una norma que faculta para que se / establezcan determinados límites a la participación de entidades financieras en sociedades de valores.

Parece claro que no tiene mucho sentido que esa facultad que la Ley del Mercado de Valores consagra, se ejerza; y resulta perfectamente coherente con el esquema de la Ley el que pueda haber filiales al 100% de entidades financieras que puedan actuar como sociedades / de valores.

Por otro lado, en el desarrollo reglamentario, también habrá especial cuidado en flexionar al máximo todas aquellas normas que restringen la posibilidad de participación en sociedades de valores. Me refiero en concreto, a aquella norma que establece que quien participe en una Sociedad de Valores no podrá participar en otra, salvo que haya una mutua exclusividad en el objeto de una y de otra Sociedad de Valores.

Existe una firme intención de la Comisión de Mercados de Valores, y del Ministerio de Economía, en tratar de desarrollar reglamentariamente esas previsiones de una forma flexible, de forma que no // coarten, innecesariamente, el propio desarrollo del sistema. El mismo principio sería aplicable a las dotaciones mínima de capital, y a los ratios de solvencia aplicables a las Sociedades de Valores. / La exigencia de un capital mínimo parece adecuada como legítima barrera de entrada, que garantice que solo accederán a esa condición de Sociedad de Valores sociedades con un relativo peso específico, pero en la medida en que con posterioridad se añada un coeficiente de solvencia. Parece que no hay que exacerbar la importancia que tiene ese capital mínimo, porque el coeficiente de solvencia es el que, en definitiva, va a acotar la capacidad de actuación de una so ciedad, dados sus recursos propios. Lo que por otro lado sería difícilmente defendible es que para las sociedades de valores se esta blezca un capital mínimo, inferior al que ya se ha consagrado por / vía reglamentaria para las entidades gestoras de deuda; con lo cual, esa cifra que actualmente es establecida por las entidades gestoras de deuda, es razonable que se tome como punto de referencia para la delimitación de esa capital de las Sociedades de Valores.

La Ley, como es sabido, hace una distribución entre aquellas sociedades que son miembros de las bolsas de valores y las que no lo son. Solo respecto a las sociedades miembros de las bolsas de valores se aplican esas limitaciones coyunturales de participación mínima de agentes de cambio y bolsa en el capital. Las sociedades que

no son miembros de las bolsas de valores, no tiene ninguna limitación en cuanto a su estructura de capital. Y en todo caso, es notable observar que, de acuerdo con la Ley, toda Sociedad de Valores, / autorizada e inscrita en los oportunos registros de la Comisión de Valores, tiene el derecho automático de acceder a la condición de sociedad miembro de una Bolsa. Es decir, que en ese tránsito de / Sociedad de Valores a secas, a sociedades de valores y Bolsa, no / hay posibilidad de discrecionalidad ni salida alguna, sino que se configura como un derecho, en la medida en que el funcionamiento / eficiente en los mercados de valores exige que el número de sociedades que efectivamente operen en los mercados no sea ilimitado, / sino que sea finito. Deberá, por tanto, articularse algún mecanismo que garantice el que se produzca esa situación, en virtud de la cual el número de sociedades que concurren en la Bolsa sea un número eficiente desde el punto de vista operativo. Aquí, quizás, el mecanismo lógico para alcanzar ese objetivo será establecer unos volúmenes mínimos de actividad para las sociedades de valores que quieren continuar con la condición de sociedades de valores y Bolsa.

Además de estos aspectos institucionales que consagra la Ley de Mercado de Valores, hay otros de corte técnico que tienen relativa importancia. Por un lado, no es pieza esencial de la Ley de Mercado de Valores, ni mucho menos, pero sí es congruente con ella el que se establezca en nuestro mercado de valores un sistema de contratación, interconectado entre las diversas Bolsas de Valores, que contribuya a mejorar la eficiencia en ese cruce de operaciones entre / los diversos puntos de nuestra geografía. En este sentido, está // muy avanzada la puesta en funcionamiento, a iniciativa de las juntas sindicales de las Bolsas de Valores, ese sistema cash de contratación por ordenador (el denominado sistema continuo). La puesta // en marcha de ese sistema de contratación no es un aspecto de la Ley de Mercado de Valores, es una iniciativa espontánea de las actuales

Juntas Sindicales, pero que apunta justamente a los mismos objetivos que persigue la Ley. De ahí, que superadas algunas insuficiencias que actualmente congelan el proyecto, se pondrá en marcha, / con el beneplácito del Ministerio, cuando las Juntas Sindicales / lo entiendan oportuno.

Otro aspecto técnico, que ya se contempla explícitamente en la Ley de Mercados de Valores, es la necesidad de una mejora en los sistemas de liquidación, y muy en particular en el de liquidación de las operaciones nominales.

En todo caso, como se ha señalado repetidamente, está Ley // de Mercado de Valores tiene que completarse con otro tipo de reformas, que contribuyan a que el uso de ese mecanismo eficiente que sería el mercado de valores, tenga una utilización efectiva y no sea un puro adorno en nuestro escenario financiero. En ese sentido, pienso que la aparición de nuevos inversores institucionales, y muy en particular de los fondos de pensiones, aparte de dinamizar otros segmentos del panorama financiero, y muy en particular el mercado de la deuda pública a largo plazo, puede contribuir decisivamente a introducir un dinamismo adicional a ese mercado de valores.

Por otro lado, es fundamental que las empresas hagan uso de / ese mecanismo de intermediación que es el mercado de valores; y / para ello, hay que estimularlos, en alguna medida, para que coticen en nuestro mercado de valores y no en mercados de valores extranjeros, en los que algunas ya lo hacen.

Dadas las limitaciones de la estructura industrial del país, no cabe duda de que no hay que ser excesivamente ambicioso en cuanto al posible número de empresas que pueden acceder al mercado de valores. Lo que sé está claro es que el Ministerio está estudiando

con atención todas aquellas medidas que pudieron ser un acicate / para que el cúmulo de empresas que están considerando como alternativa el ser participadas mayoritariamente por grupos extranjeros / puedan considerar como alternativa complementaria el pasar a cotizar en el mercado de valores, contribuyendo así a dinamizarlo y evitando que uno de los móviles de la inversión extranjera sean las / propias limitaciones financieras de nuestro mercado de capitales.

A esta activación del mercado por la afluencia de nuevas empresas, habría que añadir otros factores dinamizadores entre los que se podría incluir el desarrollo de nuevos productos financieros / que complementen y faciliten la toma de posiciones en unos y otros mercados. Productos tales, como los futuros de tipo de interés y las opciones sobre tipo de interés o sobre valores, son productos que poco a poco se irán desarrollando, que plantearán nuevos retos normativos desde el punto de vista de las entidades supervisoras / de aquellos que los utilicen, pero que en todo caso están llamados a aparecer, antes o después, en nuestro mercado financiero.

Finalmente, creo que ese dinamismo puede complementarse con / una participación más activa de emisores no residentes en nuestro mercado de valores. Ya se hizo un primer experimento en el año 87 con ese mercado, conocido como mercado de los bonos matador, emitidos por el Banco Mundial o instituciones similares; y no cabría descartar, que pudiera ampliarse ese espectro a otro tipo de emisores.

En todo caso, sí ha sido una preocupación del Ministerio procurar que ese mercado en pesetas, para nuevos residentes se afincara en la medida de lo posible, en el sistema financiero español y fuera una pieza de ese mercado interior de capitales; y formase en ese sentido, un segmento extranjero de un mercado interior de capitales, más que un mercado de eurobonos en sentido estricto.

A esa participación adicional de emisores extranjeros en el mercado, cabría añadir la posible cotización en nuestro mercado, de valores extranjeros, proceso que se va a facilitar por un lado por el desarrollo normativo de la Ley de Mercados de Valores, y por otro por las diversas directivas comunitarias, sobre armonización en estas materias y muy en particular en materia del contenido de los folletos de inversión.

En cuanto al mercado de las entidades de crédito, cuyo proceso de reforma se remonta al menos al año 77, querría señalar únicamente las tres ideas centrales que lo han presidido. La principal indudablemente ha sido el proceso de liberalización gradual, no pleno, que he sufrido, pero que se ha manifestado en diversos ámbitos. Un primer ámbito es la liberalización, hoy ya plena, de los tipos de interés activos y pasivos de las entidades de crédito.

Otra de enorme actualidad, y de especial interés para las Cajas de Ahorros, es la normativa sobre libre expansión de las // mismas. Ese decreto, que consagrará esa libertad de expansión de las Cajas de Ahorros, está pendiente de informa del Consejo de // Estado, que lo evacuará con la máxima celeridad, y muy posiblemente esté aprobado antes de fin de año, según el calendario previsto.

Otra medida que ha apuntado hacia la misma finalidad de liberalización, ha sido la presencia relativamente tímida de la banca // extranjera desde el año 78, que se ha visto acompañada de una serie de limitaciones operativas. En esa línea está el reciente decreto sobre creación de bancos, algunos de cuyos expedientes serán también aprobados en fecha muy breve.

Frente a esa línea de liberalización del sistema financiero, / habría que añadir ese proceso de gradual reducción de los coeficienu

tes obligatorios, y el elemento de sofisticación que defiende los instrumentos de supervisión de que dispone la autoridad monetaria y el Banco de España. Manifestación clarísima de esa sofisticación de los instrumentos de supervisión y de tutela financiera, fue por ejemplo el año 87 la circular sobre riesgos de cambio. Quizá al / amparo del desarrollo de la Ley de Mercado de Valores, y de los / riesgos de interés derivados de la toma de posiciones en activos de renta fija, ese será un riesgo adicional que en su momento habrá que someter a algún tipo de tutela.

Aparte de esa supervisión y tutela, aunque en un ámbito un poco distinto, hay que tener en cuenta la reciente orden ministerial sobre la transparencia de las operaciones de las entidades de crédito, y su desarrollo por la reciente circular del Banco de España.

Una tercera característica de este proceso de reforma ha sido la homogeneización del régimen legal aplicable a cada una de las categorías de entidades de crédito, desandando un poco el camino que se iniciará hace años, como fruto esencialmente de una política de statu quo bancario, que generó una especialización un poco espúrea. Ese proceso de homogeneización culmina en las previsiones de la Ley de Disciplina en donde se somete a la tutela del // Banco de España a todas las entidades de crédito, aún las no bancarias. Próximamente se plasmará en un decreto que regule la creación de nuevas entidades; decreto que seguirá muy de cerca, haciendo // abstracción del aspecto de los capitales mínimos, el propio decreto de clasificación de entidades bancarias.

Ese proceso de reforma ha venido acompañado, desgraciadamente, a nivel sectorial, por un sobredimensionamiento del sector y simultáneamente por una escasa dimensión de algunas de las entidades // que participaban. No obstante, ese sobredimensionamiento del sector asociado a un escaso nivel de competencia, entre instituciones financieras en una coyuntura relativamente favorable y con altos tipos de interés, se ha traducido en una situación de márgenes de //

intermediación excepcionalmente altos y en un nivel de beneficios bastante considerables.

No cabe duda de que ese horizonte del año 82, es mayor presencia potencial de la banca extranjera, junto con la supresión de // las limitaciones operativas a la que actualmente está sometida en su gran mayoría, pudiera ser un factor más de competencia, que tampoco debiera sobreestimarse. Pero a ese elemento de competencia de la banca extranjera, que no sólo podrá operar desde nuestro territorio sino ofrecer sus servicios desde el exterior, se acompañará una política más activa y más beligerante del propio Tesoro Público en la comercialización al por mayor y al por menor de esos instrumentos de deuda. Sinceramente creo que el rendimiento real que ofrecen los instrumentos de deuda pública no es conocido todavía suficientemente por todos los inversores del país, y una vez que se conozca no cabe duda, que dada la calidad del activo, va a entrar en competencia directa con los pasivos emitidos por el resto de los intermediarios financieros, con lo cual va a tender a comprimir ese margen de intermediación, esa diferencia entre tipos de activos y pasivos.

Por otro lado, superada esa crisis financiera de años atrás, no cabe duda de que los excedentes empresariales han venido creciendo de una forma notable, y eso ha permitido un grado de autofinanciación más fuerte, una menor dependencia del crédito bancario, a la que se sumará el potencial impacto beneficioso de un desarrollo del mercado de valores que contribuya, en definitiva, a acentuar ese proceso de desintermediación que hemos venido viviendo desde hace algún tiempo. Finalmente, hay otro factor que creo que puede contribuir decisivamente a esa disminución del margen de intermediación. Y me refiero a la evolución de los tipos de interés. / Hemos señalado con anterioridad que los tipos de interés en térmi-

nos nominales y reales, son muy altos, y me parece improbable que a corto plazo experimenten alzas sustanciales; pero de lo que no cabe duda es de que, con una perspectiva a un medio plazo más ámplio, en la medida en que se dé una integración plena de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, tendrá que haber una convergencia de los tipos de interés de la peseta hacia las monedas del S.M.E..

La experiencia histórica juega un papel predominante y hay monedas incorporadas al mecanismo cambiario desde hace ya tiempo // que, sin embargo, mantienen unos diferenciales de interés respecto al marco alemán y respecto a las monedas más fuertes. El caso paradigmático, sería quizá la corona danesa. El franco francés, en la última época, también es una ilustración clara de que pueden // coexistir durante muchos años un mecanismo de paridades muy estables y, sin embargo, unos tipos de interés nominales y reales divergentes. De eso no cabe duda, y no creo que en ningún caso haya que pensar, en un futuro inmediato, que los tipos de interés de / la peseta alcancen los tipos de interés del marco. Creo que ese es un horizonte totalmente utópico, pero de lo que no cabe duda es de que, en una perspectiva de fijeza gradual y creciente en los tipos de cambio, los tipos de interés reales de la peseta no tenderán a crecer respecto a los niveles actuales, sino todo lo contrario: habr^á una tendencia a que bajen y, en la medida en que ese éxito en la lucha contra la inflación se mantenga, existirá una cierta tendencia, a medio plazo, (descartando episodios coyunturales de fluctuaciones) a que los tipos de interés nominales tiendan a bajar.

Lo que queda claro es que, en general, las entidades de crédito españolas se benefician, en principio, de cualquier proceso de alza en los tipos de interés, por la mayor elasticidad que tienen los tipos activos, frente a los pasivos, en procesos de alza.

Las entidades de crédito y el binomio Banco de España-Tesoro, estamos prácticamente en la misma situación, porque nosotros también nos beneficiamos, a través de la estabilidad tendencial del tipo de interés de los pagarés y del tramo remunerado del coeficiente de caja, de cualquier alza coyuntural de los tipos de interés, que eleva, en definitiva, la penalidad implícita en esos coeficientes. Creo que eso, que es cierto para el Tesoro y para el Banco de España, es exactamente igual de cierto para las entidades de crédito que en general se benefician de cualquier proceso de alza de los tipos de interés, y por consiguiente pienso que un proceso a medio plazo, con más o menos altibajos, de caída de los tipos de interés nominales tenderá, de una forma espontánea, a deprimir los márgenes de intermediación.

Como han señalado diversos autores hay un factor que puede justamente contrarrestar esa tendencia a la disminución de los márgenes de intervención que ese endeudamiento creciente de las familias, esa explosión del crédito al consumo y del crédito a la vivienda que, en general, produce un margen financiero mayor, y además permite una mejor y mayor diversificación de riesgos. Tampoco hay que poner unas esperanzas desmesuradas en este boom del crédito al consumo, entre otras cosas, porque el crecimiento del consumo en los últimos meses es excepcionalmente alto, y quizá irrepetible e inmantenible en el medio plazo. Por otro lado, como demuestra la receptividad del público, en general, hacia la normativa reciente sobre transparencia de las operaciones de las entidades de crédito, hay una sensibilidad creciente del público hacia el coste de los servicios financieros.

En todo caso, estas reflexiones me llevarían a decir que esta presión competitiva adicional, en el ámbito de los mercados de crédito, deberá traducirse, para todas las entidades, en una indudable mejora del servicio prestado a los clientes y en unas mejoras organizativas que permitan reducir costes operativos a la vista de una

previsible caída en los márgenes de intermediación. Esa mejora en el servicio a clientes, en la organización y en relación con los costes operativos exigirá una política activa de reciclaje de capacitación profesional de profesionalización de la gestión, de puesta al día en las redes informáticas y en los sistemas de apoyo a la gestión. En algunos casos, puede ser, incluso, una razón válida para iniciar procesos de concentración entre entidades, en aquellos supuestos en los que la escasa dimensión de algunas de las // entidades es un factor que contribuye a elevar, indebidamente, estos costes operativos.

EL SECTOR EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

- . La balanza de pagos en España
Enrique Alejo González
- . La balanza de pagos tras la adhesión de España
a la CEE: evolución y perspectivas
Angel Laborda Peralta
- . La inversión extranjera en España durante el primer
semestre de 1988
Silvia Iranzo Gutierrez



LA BALANZA DE PAGOS EN ESPAÑA

Por Enrique Alejo González

1) INTRODUCCION

El Sector Exterior de nuestra economía se vino considerando como la tradicional restricción de su crecimiento económico. Sin embargo en los últimos años, por diversas coyunturas favorables, las cuentas exteriores se saldaron siempre de forma que dicha restricción dejó de ser tal. No obstante, la peculiar estructura de la balanza comercial, sobre todo desde nuestro ingreso en la CEE, ha venido pesando fuertemente en la evolución del saldo global de balanza de pagos y todo hace pensar que la nueva fragilidad de nuestro sector exterior vuelva a pesar lo suficiente como para si no limitar el crecimiento de la economía española, sí ser un lastre importante para el mismo.

En esta nota analizaremos las razones que están detrás de la situación actual de la balanza de pagos, acudiendo para ello a las distintas subbalanzas y asimismo y en base a esos datos estableceremos las posibles líneas de evolución de nuestro sector exterior.

2) LA BALANZA COMERCIAL

En los últimos dos años y coincidiendo con la pertenencia de España a la CEE, se ha producido un vertiginoso deterioro en las cuentas que corresponden a la balanza comercial. Si bien el comportamiento de las exportaciones ha sido dispar, con tasas de crecimiento positivas en 1987 (3%) y negativas

en 1986 (-3,8%), el comportamiento de la importación no deja lugar a dudas, siendo en ambos años fuertemente positivo (17,3% en 86 y 25,2% en 87) y en evidente contraste con las tasas históricas hasta entonces alcanzadas (un 7,1% para el período 70-79 y un 1,3% para 1980-85). Todo lo cual conlleva un fuerte crecimiento del déficit de la balanza comercial que pasa de 875,6 miles de millones en 1986 a 1.606 en 1987, es decir casi un 100% de aumento.

Las razones hay que buscarlas fundamentalmente en dos lugares: por un lado la estructura productiva española y por otro, la entrada en la CEE. De todos es conocido la debilidad productiva de nuestra economía en ciertos sectores básicos para el desarrollo económico. El retraso en la reestructuración productiva contribuyó decisivamente a una pérdida de competitividad con relación a terceros países que hoy en día no hemos podido enjugar completamente. Ello unido al surgimiento de países de nueva industrialización que lograban desbancarnos de nuestras tradicionales ventajas comparativas y al hecho de que el tipo de cambio real de la peseta se haya apreciado (por causa de un diferencial de inflación creciente con los países de nuestro entorno) ha provocado el deterioro mencionado de nuestro saldo comercial.

El segundo de los elementos determinantes de esta evolución ha sido nuestra adhesión en 1986 a la CEE. Pero no como causa en sí misma, sino más bien como agravante de la anterior. En efecto, la pérdida progresiva de protección que supone la adaptación a la tarifa Exterior Común así como la eliminación de nuestro arancel frente a los países comunitarios, ha puesto aún más en evidencia los problemas de competitividad de nuestra estructura productiva en la que algunos sectores se beneficiaban hasta el momento de altos niveles de protección efectiva (entendida ésta en términos de protección al valor añadido). Dicha pérdida de protección ha tenido como consecuencia un gran crecimiento de las importaciones y una menor capacidad exportadora en términos globales.

Por otra parte, nuestra adhesión ha supuesto la eliminación o adaptación de algunos de los instrumentos de fomento a la exportación. Así la ayuda encubierta que suponía la desgravación fiscal a la exportación ha tenido que ser suprimida por la introducción del IVA en nuestro sistema tributario.

Ha habido, asimismo que adaptar los mecanismos de crédito a la exportación y el de tráfico de perfeccionamiento a las exigencias comunitarias.

Todo ello ha dado lugar a un menor apoyo a la exportación, que ha necesitado de un período para adaptarse a las nuevas condiciones. No obstante la exportación durante 1987 ya mostró síntomas de evidente recuperación creciendo a tasas cercanas al 8%. Lo que está claro es que la importación lo hizo a ritmos mucho mayores y de ahí el déficit comercial.

La evolución de la Balanza Comercial en lo que va de año, no es sustancialmente diferente a la del año anterior, e incluso se ha producido un agravamiento de la situación. Mientras que en el período de Enero a Agosto de 1987 el déficit alcanzaba un valor de 1.142.257 millones de pesetas en el mismo período del año en curso dicho valor es de 1.454.171 lo que supone un 27% más. En ello ha influido un crecimiento de las importaciones del 15,5% y de las exportaciones del 10,5% de forma que la tasa de cobertura ha pasado del 70,2% al 67,1%. Como puede apreciarse pese a la moderación en el crecimiento de las importaciones con respecto a 1987 y al incremento de las exportaciones, el déficit comercial ha empeorado dado que los valores de partida de ambas magnitudes ya eran suficientemente dispares como para que el déficit sea hoy en día mucho mayor.

En esta evolución han seguido influyendo los factores que antes comentamos, aunque no cabe duda de que el impacto de la adhesión en el terreno estrictamente arancelario tendría que

haber sido ya absorbido y que la persistencia de los altos niveles de importación se debe, por un lado a la todavía baja capitalización de nuestra economía que da lugar a la compra de bienes de equipo y por otro lado a que la industria nacional no es capaz de atender suficientemente las demandas de consumo de alto nivel que realizan los españoles.

3) BALANZA CORRIENTE

Como es sabido la Balanza Corriente es el resultado del saldo de tres subbalanzas: la comercial, la de servicios y la de transferencias. El hecho de que la balanza comercial se haya saldado de una forma tan negativa en los dos últimos años no ha impedido que la balanza corriente haya tenido un saldo positivo. Obviamente, tanto la balanza de servicios como la de transferencia han más que compensado el déficit comercial.

Dentro de la balanza de servicios es el turismo la rúbrica que destaca más positivamente. No hay más que darse cuenta de que en 1986 tan sólo el saldo turístico a nuestro favor (1461,5 miles de millones de pesetas) más que compensaba el déficit comercial (valorado en 875,6 mm) y que en 1987 debido al fuerte crecimiento de éste, casi lo hacía (1584,3 mm. contra 1606,6 mm. del déficit). Esta dinámica de crecimiento del turismo y los ingresos derivados de él suponen un cierto margen de maniobra para la cuenta corriente de nuestro sector exterior. No obstante, la necesaria reorientación productiva de nuestra economía no podría abandonarse por este motivo.

Por otro lado, y como es lógico tras unos años de déficit comercial, el resto de las partidas de la cuenta corriente, y concretamente las rentas de inversión, empiezan a ser suficientemente negativas como para que la balanza corriente tenga ya números rojos. En efecto, mientras que en 1986 el saldo positivo de esta balanza fué de 573,9 mm., en 1987 fué tan sólo de 22,7 mm. y en lo que va de este año hasta Agosto el saldo ya es negativo por un monto de 18,6 mm.

Este dato que a primera vista pudiera considerarse como muy negativo y motivo de preocupación, no lo es tanto. Si prescindimos de las consideraciones en torno a la balanza comercial cuyo significado ya hemos comentado, el saldo global de la balanza corriente nos indica la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional (en una perspectiva, por tanto, macroeconómica). De manera, que si la balanza corriente presenta un saldo positivo ello quiere decir que el ahorro es superior a la inversión y que ese exceso de ahorro está siendo transferido al exterior; o dicho en otros términos que se está realizando un préstamo neto al exterior.

No parece, a la vista de la situación actual de la economía española, que sea conveniente transferir ahorro al exterior, sino más bien al contrario, de manera que una mayor inversión nacional dé lugar a un mayor crecimiento económico. Por lo tanto parece más deseable la situación actual en la que se produce una transferencia de ahorro externo hacia nuestra economía. Parece, sin embargo, conveniente hacer algunas matizaciones: si bien el déficit corriente puede ser necesario en un determinado momento para una economía su mantenimiento a medio y largo plazo resultaría insoportable por la carga de deuda externa que generaría. Por otro lado, un saldo positivo de la cuenta corriente no congenia muy bien con un déficit comercial de manera que sería mucho más positivo para nuestra economía abordar la reestructuración productiva, tantas veces aludida, como fundamento de un superávit comercial y en última instancia de un superávit de la cuenta corriente. Es decir, que por mucho que el turismo y las transferencias sean fuente abundante de ingresos, el crecimiento económico del país a largo plazo pasa por una mayor competitividad de nuestra producción.

Quedaría, por último, referirnos a la balanza de transferencias en la que se produce un saldo positivo en los últimos años de una magnitud creciente. Así mientras en 1986 su valor ascendía a 153,2 miles de millones en 1987 fué de 323,0 mm.

(es decir más de 50% superior) y en lo que va del presente año hasta agosto de 240,0 mm., lo que dá idea de que los valores del 87 pueden ser superados. Es de destacar dentro de esta rúbrica que los saldos financieros con la CEE fueron uno de los factores que más contribuyeron al signo positivo de la misma. Si bien en 1986 se produjo una aportación neta a la CEE por valor de 15.500 millones en 1987 el superávit ascendió a 38.400 millones. Por lo que respecta al año 88, aún no se tiene idea del valor final de este saldo pero es de suponer que dada la evolución hasta el momento de la balanza con un signo fuertemente positivo, que el valor final del mismo sea también superavitario.

4) LA BALANZA DE CAPITALS

Dentro de la balanza de capitales hay que distinguir los capitales a corto de los capitales a largo plazo. Por lo que se refiere a estos últimos la evolución en 1987 cambió de signo con respecto a lo ocurrido en los dos últimos años. Así en dicho año se produjo una entrada neta de capitales a largo plazo por valor de 1049 mm. Este cambio tiene explicación en un fuerte aumento de las entradas netas por inversiones, así como en el cese de las amortizaciones anticipadas de la deuda externa de gran intensidad en años precedentes, y por otra parte en el incremento del endeudamiento exterior propiciado por el aumento del diferencial de intereses y la fortaleza de la peseta.

Como decimos la inversión extranjera neta de carácter privado fué el motor de una favorable posición de la balanza de capital a largo plazo, siendo en 1987 un 40% al valor de 1986, debido fundamentalmente al impulso de la inversión en cartera, como consecuencia de las excelentes perspectivas de la economía española una vez incorporados a la CEE.

Mientras tanto la inversión extranjera directa fué en 1987 de 321 mm. de ptas. un 13% mayor que en 1986, año en que ha-

bían aumentado un 70% con respecto al 1985, lo que demuestra la gran progresión de esta rúbrica. La inversión neta en inmuebles superó en 1987 la barrera de los 200 mm., reflejando de esta manera el desarrollo inmobiliario en nuestro país.

En lo que va de año la evolución de las inversiones en cartera y directa es dispar. Mientras la inversión directa experimenta una mejoría, la inversión en cartera, sin dejar de ser positiva en términos netos, sufre un cierto retroceso. Todo ello junto con la evolución experimentada por el resto de las inversiones, dan lugar a una posición de la balanza de capitales a largo plazo ligeramente mejor que la del año pasado (828, 6 mm. para 1987 contra 914,4 para 1988).

En definitiva, el hecho de que la inversión española en el exterior no haya remontado vuelo todavía (aunque en 1987 rompió una tendencia negativa) y que los créditos a la importación todavía no tengan gran importancia, hacen que el saldo de la balanza de capitales a largo plazo venga denominado por la evolución de las inversiones extranjeras, que como hemos comentado tan positivo comportamiento están teniendo, por razones que no son al caso.

En consecuencia, el denominado saldo de la balanza básica presenta en los últimos años un saldo netamente positivo. La balanza básica comprende los renglones de la balanza corriente más los de capital a largo plazo. El saldo de dicha balanza resalta la importancia de conseguir fuentes de financiación estables y regulares (de ahí que sean sólo los capitales a largo y no los de corto) en presencia de un déficit de cuenta corriente.

En el caso español no sólo no hay déficit de cuenta corriente (hasta este año) sino que hay superávit por lo que la balanza básica presenta un saldo fuertemente superavitario. La presencia en estos momentos de un déficit corriente que además es de pequeña cuantía, no representa problema, dado el flujo

de financiación que recibimos del exterior. No obstante, la persistencia de una situación de entrada neta de capitales a largo plazo supondría el inevitable surgimiento de un déficit por cuenta corriente que podría más que compensar el superávit de capital y colocar, por tanto a la balanza básica en posición deficitaria con los problemas que ello supondría.

Por lo tanto, parece de nuevo como tarea inaplazable afrontar la reestructuración productiva de nuestra economía como ya hemos repetido, en orden a conseguir la eliminación del déficit comercial crónico y poder contemplar el sector exterior sin que este sea restricción.

Por lo que a los movimientos de capital a corto plazo se refiere entre 1986 y 1987 se produjo un fuerte incremento en su saldo, pasándose de 81.103 millones en 1980 a 452.302 millones en 1987. La aportación principal a dicho incremento proviene de los anticipos que el sector privado realiza a cuenta de futuras exportaciones. Asimismo, tiene importancia la financiación exterior obtenida por las Entidades delegadas, y el auge de la inversión extranjera en instrumentos del mercado monetario español a corto plazo (letras y pagarés del Tesoro). En lo que va de año se observa una entrada neta de menos cuantía, sin embargo, que la del año anterior, debido fundamentalmente al bajo nivel de las operaciones realizadas por el sector privado como consecuencia de una menor confianza en las operaciones especulativas en la coyuntura actual.

Por último, habría que referirse a la variación de reservas, último saldo de la balanza de pagos con significado económico. Durante 1986 la variación de reservas aumentó en 336.300 millones de pesetas y en 1987 en 1.593.300 millones. Este espectacular incremento viene obviamente motivado en la evolución de los epígrafes que hemos comentado hasta aquí y sus repercusiones son ambivalentes. Por un lado, supone un colchón de reserva ante eventuales problemas en la balanza de pagos que se puedan producir. De otro lado, tan enorme flujo moneta-

rio impone severas restricciones a una política monetaria de control de la cantidad de dinero y puede dar origen al denominado efecto expulsión del sector privado de las fuentes de financiación procedentes del Banco de España. Es de reseñar en este sentido que el propio Banco de España excluyó del concepto de Reservas la posición en moneda extranjera de las Entidades delegadas de modo que el monto de las mismas disminuyó considerablemente, en un intento de obviar las dificultades que antes comentábamos.

De enero a junio de 1988 la variación neta de reservas fué de 469,2 millones, lo que dá idea de que dada la situación de la balanza de pagos en general y de la cuenta corriente en particular, el flujo de reservas fué considerablemente menor, lo que en definitiva supuso unos menores problemas de la índole antedicha.

5) PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS EN ESPAÑA

La posición exterior de nuestra economía atraviesa un período marcado fundamentalmente por la contradicción entre los saldos de la balanza comercial, la balanza corriente y la de capitales. Sin embargo, los acontecimientos futuros van a venir dominados por el comportamiento de la balanza comercial, de la que repetidamente hemos comentado que no es sino el reflejo de la estructura productiva de un país.

Las noticias recientes sobre importaciones y exportaciones hacen pensar que se está lejos del momento en que nuestra balanza comercial encuentre una posición más saneada. Es previsible que dado el crecimiento económico español superior al del conjunto de los países con los que comerciamos, la progresiva rebaja arancelaria que supone nuestra adhesión y la relativa fortaleza de la peseta, las importaciones continúen su línea ascendente, al menos a corto plazo. No hay que olvidar, no obstante, que en este incremento de nuestras compras al exterior se encuentra un dato que puede ser esperanzador: la

importación de bienes de equipo puede ser la base para una posterior producción competitiva con las importaciones.

Las exportaciones son quizá el único instrumento que puede hacer frente a los problemas del déficit. La pérdida prácticamente completa del sistema de fomento a la exportación vigente hasta la adhesión provocó un retroceso en la tasa de expansión de nuestra exportación que hoy hay que intentar recuperar por otros medios. La sustancial reducción en el nivel de protección efectiva negativa (en los términos que antes la definimos) de algunos sectores exportadores puede ser un buen punto de partida para esa recuperación. El motor de dicha recuperación ha de ser, no obstante, una mayor dosis de competitividad que a nivel macroeconómico habrá de lograr por medio de una menor inflación y a nivel micro mediante un esfuerzo estratégico de las empresas españolas, que además tienen frente a sí el reto para 1992 del mercado único europeo.

En definitiva, parece probable que a corto e incluso a medio plazo, el déficit comercial continúe, si bien en poco tiempo pueda empezar a moderarse. Por el momento, es previsible e incluso como ya comentamos, positivo que el déficit por cuenta corriente sea cada vez mayor. Este hecho no planteará mayores problemas dada la evolución y perspectivas de la balanza de capitales a largo plazo que auguran una financiación adecuada de dicho déficit, además de la presencia de un elevado nivel de reservas exteriores que garantizan períodos relativamente largos de pagos al exterior. No obstante, y aún a riesgo de ser repetitivo, debe tenerse en cuenta que el sector exterior pasa factura de los excesos y que el país por tanto no podrá permitirse un período prolongado en el que se viva por encima de nuestras posibilidades.

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA 1986-1987 (Provisional)

(En millones de pesetas)

	1986			1987		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Importación (FOB)	—	4.641.857	-4.641.857	—	5.696.945	-5.696.945
2. Exportación (FOB)	3.739.001	—	3.739.001	4.111.283	—	4.111.283
3. Balanza comercial (2-1)	3.739.001	4.641.857	-902.856	4.111.283	5.696.945	-1.585.662
4. Fletes, transportes y seguros	508.992	331.911	177.081	533.711	399.110	134.601
5. Turismo y viajes	1.671.879	210.350	1.461.529	1.825.755	241.375	1.584.380
6. Rentas de inversión	208.832	488.115	-279.283	199.645	542.333	-342.688
— Privadas	88.700	390.214	-301.514	77.308	458.357	-381.049
— Públicas	120.132	97.901	22.231	122.337	83.976	38.361
7. Asistencia técnica	22.509	67.112	-44.603	18.874	71.955	-53.081
8. Otros servicios y rentas	318.469	336.731	-18.262	312.716	371.247	-58.531
9. Total servicios (4 a 8)	2.730.681	1.434.219	1.296.462	2.890.701	1.626.020	1.264.681
10. Transferencias	397.051	239.197	157.854	574.195	251.201	322.994
— Privadas	273.915	64.847	209.068	372.476	94.434	278.042
— Públicas	123.136	174.350	-51.214	201.719	156.767	44.952
11. Balanza corriente (3 + 9 + 10)	6.866.733	6.315.273	551.460	7.576.179	7.574.166	2.013
12. Capital a largo plazo	1.853.582	2.319.156	-465.574	3.465.100	2.415.707	1.049.393
— Sector privado	1.509.476	1.429.444	80.032	2.992.803	1.845.330	1.147.473
— Sector público	245.050	541.313	-296.263	307.833	328.879	-21.046
— Sector bancario	99.056	348.399	-249.343	164.464	241.498	-77.034
13. Balanza básica (11 + 12)	8.720.315	8.634.429	85.886	11.041.279	9.989.873	1.051.406
14. Capital a corto plazo	375.056	293.953	81.103	1.006.837	554.535	452.302
— Sector privado	73.606	30.607	42.999	248.924	48.371	20.053
— Sector público	14.633	38.651	-24.018	168.588	113.142	55.446
— Sector bancario	286.817	224.695	62.122	589.325	393.022	196.303
15. Variación de reservas	—	336.300	-336.300	—	1.593.300	-1.593.300
16. Variación pasivos líquidos frente al exterior	162.040	—	162.040	58.000	—	58.000
17. Total movimientos monetarios netos (15 + 16)	—	174.260	-174.260	—	1.535.300	-1.535.300
18. Posición en divisas de banca delegada ...	—	—	—	195.100	—	195.100
19. Errores y omisiones (13 + 14 + 17 + 18) ..	7.271	—	7.271	—	163.508	-163.508

LA BALANZA DE PAGOS ESPAÑOLA TRAS LA ADHESION A LA CEE:
EVOLUCION Y PERSPECTIVAS

1.- Breve reseña histórica

Tradicionalmente, la Balanza de Pagos ha constituido en España un hándicap importante para el desenvolvimiento normal y sin sobresaltos de la economía. Ello ha sido así, sin duda, porque una economía que mantiene un diferencial de crecimiento significativo respecto al resto del mundo, como la española hasta la primera crisis energética, tiende por regla general a generar desequilibrios de balanza por cuenta corriente. Pero, también ello se ha debido al alto grado de proteccionismo frente al exterior que ha supuesto hasta hace pocos años el mantenimiento de una política de sustitución de importaciones. Esta política, si bien es cierto que pudo contribuir a una rápida industrialización en la década de los sesenta, hizo que este nuevo tejido industrial naciera débil, poco acostumbrado a competir internacionalmente -en muchos casos ni siquiera dentro de las fronteras nacionales- y, por tanto, falto de reflejos para superar cualquier contingencia proveniente del exterior.

Por otra parte, y este es un dato que suele quedar relegado a un segundo plano cuando se habla del proteccionismo, éste era acompañado de un fuerte control de los movimientos de capital, que conducía a una balanza de capitales esclerotizada, incapaz de financiar autónomamente los déficits por cuenta corriente. Así, estos se traducían en una rápida disminución del escaso nivel de reservas de divisas existente, lo cual constituía la última señal de alerta para tomar duras

medidas de ajuste de la economía real, ya que de otro modo podía desenvocarse a corto plazo en una situación de práctica suspensión de pagos internacionales.

Esta era, quizás un poco simplificada, la situación de la economía española en 1977, año en que la Balanza de Pagos todavía no se había recuperado de los efectos de la primera crisis energética, que la habían sumido en un enorme déficit equivalente al 3,5% del PIB (Cuadro 1). Aún teniendo en cuenta las dificultades que para el normal desenvolvimiento de la economía suponía en aquellos años la especial situación sociopolítica del país, los casi cuatro años transcurridos desde la crisis ilustran de esa falta de reflejos anteriormente mencionada. Sólo las medidas de choque adoptadas tras los Acuerdos de la Moncloa, entre ellas la devaluación de la peseta en un 20% en julio de 1977 (anteriormente, en 1976, ya se había producido otra devaluación del 10%), y el impulso que para las exportaciones supuso el fuerte dinamismo del comercio internacional en aquellos años, lograron reequilibrar el citado déficit.

Sin embargo, como puede apreciarse en el Cuadro 1, dicho ajuste puede calificarse de negativo. En efecto, como es sabido, las identidades macroeconómicas básicas indican que el saldo de la balanza por cuenta corriente es igual a la diferencia entre exportaciones e importaciones, pero también entre el ahorro y la inversión nacionales, siendo a su vez el ahorro el residuo de la renta nacional no gastada en consumo. De las varias posibilidades con que pueden interrelacionarse estas variables para desembocar en una mejora del saldo corriente, la que se dió en 1977-78 no fue ciertamente la más positiva, ya que no se basó en un ajuste a la baja del consumo que hubiera hecho aumentar el ahorro, sino que manteniéndose el nivel de ahorro,

fue la inversión la que continuó descendiendo, posibilitando así el reequilibrio de la balanza.

Puede argüirse, de todas formas, que al menos se frenó el rápido avance que había experimentado el consumo en los tres años anteriores. Por otra parte, hubiera sido difícil conseguir en un contexto económico deteriorado como el de aquellos años un ajuste positivo, es decir, con aumento del ahorro y mantenimiento o avance de la tasa de inversión, desde los primeros momentos. Por un lado, es difícil socialmente asumir caídas importantes y rápidas del consumo y, por otro, el relanzamiento de la inversión requiere de apreciaciones y expectativas claras sobre la economía, difíciles de entrever en esa situación inicial.

El paso de un tipo de ajuste a otro se estaba produciendo a la altura de 1980, año en el que, como puede observarse en el citado cuadro, la tasa de inversión avanzó rápidamente. Este proceso quedó cortado, nueva y bruscamente, por la segunda crisis energética. Al producirse un descenso de la renta disponible respecto a la esperada por los agentes económicos, como consecuencia del deterioro de la relación real de intercambio, y dado que los planes de consumo e inversión tardan en ajustarse a la nueva situación, el resultado fue un descenso de la tasa de ahorro de la economía, que al ser incapaz de financiar en su totalidad la inversión, tuvo que recurrir de nuevo al ahorro externo, es decir, incurrió en un déficit de balanza corriente equivalente al 2,4% del PIB, cifra importante, pero inferior a la que se derivó de la primera crisis energética.

En todo caso, se hace de nuevo patente la falta de flexibilidad de la economía española para

adaptarse a la nueva situación. El consumo, lejos de ajustarse para propiciar la recuperación de la deteriorada tasa de ahorro, continuó progresando en proporción de la renta disponible, lo cual desembocó en un agravamiento del déficit exterior a pesar del repliegue de la inversión.

La posición deficitaria de la balanza corriente se extendió de nuevo durante más tiempo del deseable. A ello pudo contribuir también, al igual que en los años posteriores a la primera crisis, la coincidencia con un Gobierno políticamente débil, apoyado en un partido en descomposición, e incapáz, por tanto, de aglutinar el necesario consenso en torno a la política económica adecuada. La financiación de tales déficits supuso, por un lado, una disminución de las reservas de divisas hasta niveles mínimos, unos 7.000 millones de dólares en 1983 sin incluir el oro, lo cual representaba entonces unos dos meses de pagos al exterior por operaciones corrientes. Al mismo tiempo, el nivel de deuda exterior creció un 50%, al pasar de unos 20.000 millones de dólares a finales de 1979 a 30.000 millones en 1983. Si bien este nivel de deuda no era preocupante por motivos de solvencia o liquidéz, sí que lo era su crecimiento en cuanto que se destinaba a financiar el consumo y no la inversión, que continuaba cayendo.

Las medidas de ajuste tomadas por el primer Gobierno socialista a partir de diciembre de 1982, que incluyeron una devaluación formal de la peseta en un 8%, comenzaron a dar frutos, por lo que concierne a la balanza de pagos, a mediados de 1983, de forma que el déficit del 2,5% del PIB en 1982 se redujo al 1,5% en el año siguiente. Dicha mejora, sin embargo, tampoco puede calificarse de positiva en ese año, ya que se consiguió

a consecuencia de una nueva caída de la tasa de inversión, manteniéndose intacta la del consumo. Esta no flexionaría a la baja hasta 1984, año que marca un hito histórico, ya que, sin mediar una mejora significativa de la relación real de intercambio, se produjo una caída de 1,6 puntos en dicha tasa y, por tanto, un aumento en la misma cuantía en la tasa de ahorro nacional. Como, por otra parte, la inversión continuó descendiendo, el saldo exterior registró una fuerte mejora, pasando a ser superavitario por un 1,4% del PIB. Ello fue posible, por otra parte, en un contexto económico internacional especialmente favorable, que permitió, vía aumento de las exportaciones, un cierto aumento del producto nacional a pesar del duro ajuste a la baja del gasto interno.

Durante 1985 y 1986, la balanza de pagos por cuenta corriente continuó mejorando su saldo excedentario. Pero lo realmente positivo es que ello empezó a lograrse no a costa de caídas de la inversión, como hasta entonces, sino con caída de la porción de la renta destinada al consumo y aumentos paralelos del ahorro y de la inversión. Este avance, por su parte, ha sido fortísimo, lo que ha permitido que en los tres últimos años se recuperasen las pérdidas en la tasa de inversión acumuladas durante los seis años anteriores.

La nueva posición de la balanza corriente, unida a unas elevadas entradas de capital durante 1983 y 1984 desembocó en un fuerte aumento de las reservas de divisas, hasta situarse en un nivel suficiente para las necesidades de liquidez y seguridad. Por su parte, la escalada del dólar en aquellos años estaba convirtiendo en una carga demasiado pesada las obligaciones de la deuda exterior. De ahí que se optase por una política de amortización anticipada de dicha deuda, en vez de ir

acumulando reservas, lo cual, por otra parte presionaba excesivamente al alza a la cotización de la peseta. Ello explica los signos negativos del saldo del capital a largo plazo en 1985 y 1986, que pueden observarse en el Cuadro 3 y, con más detalle, en el Cuadro 4. Así, la deuda exterior disminuyó desde los 30.000 millones de dólares citados para 1983 hasta 24.000 millones en 1986. En términos relativos, la disminución aún fue mayor, al pasar del 19,4% al 10,5% del PIB.

Todos estos cambios positivos en la posición frente al exterior de la economía española tienen su base, como se ha expuesto, en las medidas de ajuste tomadas a partir de diciembre de 1982, pero junto a ello también han actuado factores externos que explican en buena parte dichos cambios. Entre ellos, el más importante fue la caída de los precios del petróleo en 1986 y la consiguiente mejora de la relación real de intercambio. Ello, al actuar en sentido inverso a lo expuesto para las subidas de 1973-74 y 1979-80, propició un aumento de la tasa de ahorro, que pudo financiar el aumento de la tasa de inversión, sin deteriorarse el saldo exterior.

En cualquier caso la posición exterior de la economía española a la altura de 1986 era lo suficientemente sólida como para poder encarar la integración en la CEE con cierta tranquilidad.

2.- Comportamiento de la Balanza de Pagos tras la adhesión a la CEE.

2.1.- La balanza comercial

Tras la firma del Tratado de Adhesión de España a las Comunidades Europeas, el sector exterior de la economía, y más concretamente, los intercambios comerciales se han visto sometidos a profundos cambios, sólo comparables a los que acompañaron al Plan de Estabilización de 1959. Sus efectos, al igual que los del citado Plan, se dejarán sentir en la economía española a lo largo de muchos años, no sólo por la existencia de períodos transitorios más o menos largos en el tiempo, sino porque afectan a la propia estructura productiva del sistema económico.

A modo de recordatorio y sintetizando, los cambios aludidos pueden agruparse en los siguientes puntos:

1.- Reducciones arancelarias. Supone el desarme arancelario total frente a los países de la CEE y de la EFTA y la implantación de la Tarifa Exterior Común frente a terceros países, a lo largo de un período transitorio. Cálculos aproximados cifran este efecto en un abaratamiento medio de las importaciones en un 1% en cada uno de los años del período transitorio, tanto para los países CEE como para terceros.

2.- Regímenes Comerciales. Las mercancías incluidas en estos regímenes no están liberalizadas, sino sometidas a restricciones cuantitativas. La adhesión a la CEE supone el desmantelamiento de tales restricciones, si no de forma total, sí en su mayor parte.

3.- Cambios fiscales en el llamado Sistema de Ajustes en Frontera. Han supuesto la sustitución de los Impuestos de Compensación de Gravámenes Interiores (ICGI) sobre las importaciones y la Desgravación Fiscal

a la exportación por el nuevo IVA. La existencia del sistema anterior, dada su poca transparencia, permitía levantar barreras proteccionistas adicionales a los aranceles y restricciones cuantitativas o subvencionar encubiertamente a determinadas exportaciones, actuaciones que, si bien estaban prohibidas por la normativa internacional, eran de difícil comprobación dada la opacidad del sistema de imposición indirecta anterior.

4.- Cambios en el Sistema de Reglas de Origen.

Se suprimen las Reglas de Origen frente a los países de la CEE, pasándose al sistema de la libre práctica, es decir, que toda mercancía legalmente importada en estos países pasa a tener para España la consideración de mercancía comunitaria, cerrándose, por tanto, la posibilidad de mantener o instrumentar barreras proteccionistas por esta vía.

5.- Por último, la adhesión a la CEE ha supuesto cambios que afectan al tratamiento del comercio por áreas geográficas o que derivan de la existencia de una política comunitaria común, lo que puede dar lugar a desviaciones comerciales de unas zonas a otras. Cabe incluir aquí todos los cambios que pueden producirse en el comercio agrícola como consecuencia del principio de la preferencia comunitaria que impone la Política Agrícola Común (PAC) y en general, los que se derivan de la existencia de Acuerdos o Tratados Preferenciales de la CEE con terceros países.

Por si todos estos cambios institucionales o normativos no fueran suficientes, durante estos primeros años de pertenencia de España a la CEE se han producido en el contexto internacional hechos de enorme impacto

sobre el comercio exterior. Cabe destacar la ya comentada caída de los precios del petróleo y la profunda depreciación del dólar que ha seguido a una no menos espectacular apreciación durante el período 1982-85.

En el contexto nacional, la adhesión a la CEE ha coincidido en el tiempo con un cambio del ciclo económico, pasando la economía española de una fase de ajuste, con bajas tasas de crecimiento, a otra fase de rápida expansión. Este cambio de comportamiento, especialmente intenso, queda puesto de manifiesto al observar la tasa anual de crecimiento de la demanda interna, que pasa del 0,7% en el período 1974-85 al 7,1% en los tres últimos años.

El rasgo más destacable de la evolución del comercio exterior a partir de 1985 es el profundo y rápido deterioro del saldo comercial. Ello no se puso de manifiesto hasta 1987, aunque en realidad el proceso comienza en 1985, cuando la economía española abandona el largo período de ajuste y enfila, de forma bastante acelerada, la fase de expansión de un nuevo ciclo económico. A partir de ese año las importaciones en volumen vienen creciendo ampliamente por encima de las exportaciones, lo que se traduce en aportaciones negativas del comercio exterior al crecimiento del PIB, como puede observarse en el Cuadro 2.

Este hecho, singular por su dimensión y rápido desarrollo, se explica por la conjunción de varios factores, que pueden agruparse en dos grandes categorías. En la primera cabe situar a aquellos que constituyen las variables determinantes básicas del comportamiento del comercio exterior. Son fundamentalmente la demanda, tanto nacional como

internacional, y la evolución de la competitividad o de los precios relativos reales, es decir, expresados en una moneda común. En la segunda categoría se agruparían los factores derivados de la adhesión de España al Tratado de Roma, que en el fondo ha supuesto una profunda liberalización del sector exterior y un cambio histórico respecto a una política comercial proteccionista, basada en el principio de sustitución de importaciones.

Cuantificar la incidencia de cada una de estas dos grandes categorías de factores es difícil y arriesgado, dado el escaso instrumental analítico disponible y la dificultad de captar en modelos cuantitativos factores de difícil especificación. No obstante, pueden avanzarse algunas estimaciones, aunque las mismas sólo puedan considerarse como aproximativas.

Por lo que respecta a las importaciones, y más concretamente a las no energéticas, la elasticidad histórica de las mismas respecto a la demanda interna se sitúa, para el período anterior a la crisis de 1974, en 1,7 y la elasticidad respecto a los precios relativos, en 0,5. Dado un aumento de la demanda interna del 23% entre 1985 y 1988 y una caída del 10% de los precios de importación de productos no energéticos respecto a los precios de producción en España (precios industriales sin energía), el crecimiento de las importaciones no energéticas hubiera sido teóricamente del 44% en estos tres años. Ello supone aproximadamente el 50% del crecimiento realmente observado.

Despreciando el término de error de la estimación, que para un período determinado puede llegar a ser bastante elevado, la parte no explicada de dicho crecimiento, es decir el 50% restante, debe ser asignada

a los efectos de los cambios normativos e institucionales descritos anteriormente. De ellos, parece que el desmantelamiento de la mayor parte de los regímenes comerciales (restricciones cuantitativas) ha debido de tener la mayor incidencia, más que la reducción arancelaria o los cambios en el régimen fiscal.

En cuanto a las exportaciones, las dos variables que determinan históricamente su comportamiento son la evolución de los mercados exteriores, y la competitividad o precios relativos España/Paises competidores. Las elasticidades observadas se sitúan en 1,6 respecto a los mercados y -0,6 respecto a los precios. Tomando como indicador de precios relativos los de exportación de España respecto a los correspondientes de los paises industrializados, lo que da un aumento del 15%, y un crecimiento de los mercados exteriores en estos tres años del 17%, las exportaciones no energéticas deberían haber crecido un 18%, mientras sólo lo han hecho en un 7%.

Aún corrigiendo el "efecto anticipación" ocasionado por la entrada en vigor del IVA, por el cual parte de exportaciones que hubieran correspondido a los primeros meses de 1986 se adelantaron a los meses finales de 1985, el crecimiento de las exportaciones no energéticas en estos dos años ha sido inferior en unos nueve puntos y medio porcentuales al teóricamente estimado. Sin duda, gran parte de ello cabe atribuirlo a los cambios derivados de la adhesión a la CEE, lo que se confirma al observar que estas pérdidas de exportaciones se produce casi enteramente en el primer año de la integración, coincidiendo con la sustitución de la desgravación fiscal por la restitución del IVA, y que afectó en mayor medida a aquellos tipos de productos

-metálicos, bienes de equipo- que más se beneficiaban con el anterior sistema fiscal.

Partiendo de los cálculos anteriores, que como se advirtió sólo deben ser tomados como aproximativos, pueden sustituirse en la Contabilidad Nacional las exportaciones e importaciones no energéticas realmente observadas por las estimadas según las variables determinantes básicas (las exportaciones e importaciones de productos energéticos quedarían sin modificar ya que los efectos sobre ellas de las medidas de liberalización han debido ser irrelevantes). El resultado de realizar la sustitución anterior es que el saldo comercial a pesetas constantes de 1980 se hubiese deteriorado entre 1985 y 1988 en unos 450 miles de millones, es decir, un 68% menos del deterioro observado. En términos de contribución al crecimiento del PIB, en vez de una aportación negativa de 8,7 puntos en los tres años, tal detracción hubiera sido de sólo 2,8 puntos porcentuales.

No debe deducirse de ello, sin embargo, que el PIB sería en 1988 un 5,9% superior -diferencia entre las aportaciones negativas del comercio exterior estimada y observada- de no haberse producido la integración en la CEE y los cambios derivados de ella. Ello sólo hubiera sido así, entre otras condiciones, siempre que la demanda interna en consumo e inversión hubiera crecido en ambos casos a la misma tasa y que la oferta nacional hubiera sido capaz de satisfacer tal aumento de la demanda en la misma proporción en que lo venía haciendo antes de la integración.

Es razonable pensar que ninguna de las condiciones citadas se hubiera dado. El fuerte crecimiento de la inversión en equipo que está teniendo lugar desde 1985 tiene mucho que ver con la necesidad de

la empresa española de ponerse al día tecnológicamente para poder competir sin las protecciones del pasado. Otra parte de esa inversión, la realizada por residentes extranjeros se ha hecho para aprovechar las ventajas comparativas de la economía española dentro del amplio mercado europeo. Incluso aunque la inversión hubiera crecido a las mismas tasas, difícilmente la producción nacional hubiera podido satisfacer la parte que le hubiera correspondido de tal crecimiento, especialmente tratándose de maquinaria y aparatos de alta tecnología. Lo mismo puede decirse para muchos bienes de consumo, desde alimentos elaborados hasta grandes automóviles de turismo. Es decir, se ha dado un crecimiento de la demanda provocado en parte por la propia adhesión a la CEE y el proceso liberalizador que le ha acompañado, al que la oferta nacional no ha podido satisfacer en la proporción que lo hacía anteriormente, dado que ello requiere de cambios estructurales en el sistema productivo imposibles de llevar a cabo en el corto plazo.

El fuerte y rápido deterioro del saldo comercial en términos reales que acaba de ser puesto de manifiesto y que, como se ha señalado, comenzó a producirse ya en 1985, no se tradujo en un deterioro de similar magnitud en términos nominales hasta 1987, como puede observarse en los Cuadros 2 y 3. Ello fue debido a la sustanciosa mejora de la relación real de intercambio en 1986, producida por la caída del precio del petróleo y materias primas en general y por la depreciación del dólar. En dicho año, este efecto fue de tal magnitud que España pudo comprar al exterior casi un 17% más de mercancías pagando por ellas lo mismo que había pagado el año anterior. Ello representó en torno a un 2,6% del PIB de ese año, o bien, 6.000 millones de dólares. La

mejora de la relación real de intercambio ha continuado en 1987 y 1988, si bien en mucha menor magnitud.

Sin estas transferencias de rentas desde el exterior, la posición actual de la balanza de pagos por cuenta corriente sería prácticamente insostenible. En efecto, una estimación de dicha balanza bajo los supuestos de que los flujos reales de exportación e importación hubiesen sido los mismos, pero aplicando a las importaciones la variación de precios de las exportaciones, es decir, suponiendo que la relación real de intercambio no hubiese variado desde 1985, muestra que el saldo por cuenta corriente hubiera pasado a ser deficitario ya en 1986, por un 0,8% del PIB; para 1987, este déficit hubiera ascendido a un 3,1% del PIB, pasando al 4,8% en 1988. Ello supone, para este último año, 1,9 billones de pesetas unos 16.000 millones de dólares.

Este déficit podría haberse financiado sin grandes problemas, teniendo en cuenta que las entradas de capital autónomo, a largo plazo, durante este año van a rondar el billón de pesetas y podían haber sido superiores de no haberse tomado medidas para frenarlas. Además, el nivel de reservas es tan elevado, que incluso una disminución para financiar parte de dicho déficit hubiera venido bien a las autoridades monetarias. Sin embargo, hay que admitir que un nivel tal de déficit exterior, que, por otra parte, iría engordando de no tomarse medidas para atajarlo, no es sostenible a medio plazo por muchas y variadas razones, entre ellas que los inversores extranjeros perderían confianza en la economía española y su financiación se haría difícil, a no ser que fuese a un coste -tipos de interés- excesivo. Cualquier ministro de economía, por tanto, hubiera tomado medidas de ajuste antes de llegar a esta

situación, una de cuyas consecuencias sería la desaceleración del ritmo de crecimiento y, especialmente, el del gasto o demanda interna.

2.2.- La balanza de capitales

Un análisis del impacto sobre la balanza de pagos de la adhesión de España a la CEE que sólo abarcara los intercambios comerciales quedaría bastante incompleto y quizás sesgado negativamente. En efecto, aunque la cuantificación de los efectos de la adhesión en el área de los movimientos de capitales sea prácticamente una tarea imposible, sí que puede decirse, a la vista de los datos, que la misma ha actuado positivamente, especialmente por lo que concierne a las inversiones extranjeras en España.

Buena parte del fuerte aumento que vienen experimentando las mismas desde 1985 debe atribuirse al efecto adhesión. Ello, por otra parte, es válido fundamentalmente para las inversiones directas, pero también, sin duda, la mejora de las expectativas sobre el potencial de crecimiento la economía española, su mayor internacionalización y la mayor seguridad que para los inversores supone la integración en una zona de economías fuertes y estables, han debido ser factores importantes para explicar el espectacular crecimiento de las inversiones en cartera.

Como puede observarse en el Cuadro 4, el saldo neto de éstas, que en 1982 no llegaba a los 1.000 millones de pesetas había pasado en 1985 a 82.100 millones. Ello, que en términos de variación porcentual representa un enorme crecimiento, seguía siendo una cifra extramadamente baja. El salto se produce en 1986,

en el que el saldo entre compras y ventas aumenta a 235.000 millones, y prosigue en 1987, hasta alcanzar 434.800 millones de pesetas. En términos de volumen negociado, es decir, sumando compras y ventas, el salto es más espectacular, pasando de 157.900 millones en 1985 a más de dos billones y medio en 1987.

A los factores genéricos señalados anteriormente como causas explicativas de este hecho, cabe añadir otras más concretas, como los bajos precios de la bolsa española y la recuperación de la cuenta de resultados de las empresas, factores que configuraban los títulos de renta variable española entre los más rentables a nivel internacional; en cuanto a la renta fija, los altos tipos de interés y la tendencia al alza de la peseta también suponían una rentabilidad excepcionalmente elevada para los inversores extranjeros. Junto a todo ello, la depreciación del dólar y la consecuente penalización para las inversiones en esta divisa, hacían que parte de los enormes flujos internacionales de capitales buscaran rentabilidad y seguridad en otras divisas, entre ellas, la peseta.

La crisis bursátil de octubre de 1987 paralizó esta tendencia creciente, de forma que en el último trimestre de dicho año el saldo pasó a ser ligeramente negativo. No se paralizaron las compras, que siguieron afluyendo a buen ritmo, pero aumentaron más rápidamente las ventas.

A lo largo de 1988, el saldo por inversiones extranjeras en cartera ha recuperado su signo positivo, aunque, como era de esperar tras la crisis, es significativamente inferior al de un año antes. No ha disminuído significativamente el volumen negociado (1.699 miles de millones hasta septiembre frente a

1.839,6 miles de millones en el año anterior, pero ahora las ventas igualan más a las compras, alcanzando el saldo 183,8 miles de millones, un 59% menos que el de enero-septiembre de 1987.

Aunque las tasas de crecimiento no sean tan espectaculares como las de la inversión en cartera, las inversiones directas también han registrado un enorme avance. En 1986 aumentaron un 73,1%, desaceleraron su ritmo de crecimiento hasta el 13,1% en 1987 y en 1988, hasta el mes de septiembre, vuelven a registrar una aceleración, con un crecimiento del 61%. Su nivel en relación al PIB ha pasado del 0,6% en 1985 al 1,2% en 1988.

Los efectos de la integración en la CEE sobre esta evolución han debido ser más importantes aún que en el caso de las inversiones en cartera. El potencial y la dimensión del mercado español, la necesidad de las empresas internacionales ya instaladas en España de modernizar y ampliar sus capacidades productivas y las ventajas comparativas, especialmente en costes laborales, que sigue manteniendo España respecto a los países europeos más desarrollados, las cuales se han revalorizado al suprimirse las fronteras comerciales con el mercado más amplio del mundo, explican la evolución de las inversiones directas. Hay que señalar, además, que dado que las estadísticas de la balanza de pagos sólo recogen estas inversiones cuando suponen flujos del exterior a España o de España al exterior, en ellas no están incluidas las inversiones realizadas por empresas internacionales ya instaladas con cargo a autofinanciación o a financiación interior.

El efecto de estas inversiones sobre la balanza de pagos es que, dado su carácter estable, mucho

más permanente que cualquier otra forma de entradas de capital, permite mantener sin ningún problema déficits por cuenta corriente. Ello amplía el potencial de crecimiento equilibrado de la economía, compensando la disminución del mismo que, a corto plazo, ha podido suponer la liberalización de los intercambios comerciales.

La evolución de la rúbrica de créditos y préstamos del exterior en los últimos años presenta un perfil particular, condicionado en buena medida por la posición del saldo por cuenta corriente y la afluencia de divisas vía inversiones extranjeras. Como ya se mencionó en el capítulo introductorio, el cambio positivo de dicho saldo a partir de 1984, junto a unas entradas netas de capitales de cierta entidad, habían conducido a importantes excedentes en la balanza de pagos y por tanto, a una recomposición suficiente de las reservas exteriores, no siendo necesario entonces que éstas adquiriesen un nivel significativamente superior. Paralelamente, la cotización del dólar se estaba disparando al alza en aquellos años, lo cual hacía sumamente gravosas tanto para las empresas como para las administraciones públicas las obligaciones de una deuda exterior contraída en no muy buenas condiciones en los años anteriores.

Esta situación condujo a la decisión por parte de las autoridades económicas de amortizar anticipadamente parte de esa deuda, así como de autorizar e incluso estimular al sector privado para que hiciese otro tanto. Como puede observarse en el Cuadro 4, tanto el sector privado en la rúbrica de créditos y préstamos del exterior, como el sector público registran en 1985 y 1986 unas amortizaciones del orden del doble de lo que hubiera correspondido normalmente, a la vez

que los nuevos créditos disminuían considerablemente. Ello, por otra parte, pudo llevarse a efecto porque las condiciones monetarias y financieras internas se hicieron más fáciles después de una actuación bastante restrictiva por parte de la política monetaria en los años anteriores.

Así se explican los signos negativos de la balanza de capital a largo plazo en esos dos años, los únicos con tal signo desde que viene confeccionándose la balanza de pagos en España.

El proceso de amortización anticipada de la deuda y la escasa apelación a los mercados financieros exteriores finaliza en 1987, dado que muchas de las principales causas que los determinaron cambiaron su signo. El dólar volvió a depreciarse tan rápida y profundamente como se había apreciado hasta la primavera de 1985; el diferencial entre los tipos de interés internos y externos aumentó considerablemente debido a la actuación de las autoridades para mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro del objetivo fijado y la peseta se fortalecía no sólo frente al dólar, sino también frente a las divisas europeas, eliminando riesgos de tipo de cambio.

Todo ello volvió a hacer atractiva la financiación exterior que, además, quedó liberalizada para operaciones superiores al año, cambiando de nuevo el signo de la rúbrica de créditos y préstamos del exterior. Como, además, se seguían produciendo fuertes entradas por inversiones extranjeras, el saldo de todas las operaciones a largo plazo pasó a ser superavitario por más de un billón de pesetas, frente al déficit de casi medio billón en 1986. A ello se añadían importantes entradas de capital a corto plazo por otro medio billón

de pesetas, a pesar de las medidas tomadas para desincentivar tales entradas.

Estos resultados presionaban, evidentemente, al alza sobre la cotización de la peseta, obligando al Banco de España a comprar grandes cantidades de divisas con el fin de que ésta no se apreciara en exceso, lo que hubiera incidido en un todavía mayor deterioro del déficit comercial. Así, las reservas centrales aumentaron a lo largo de 1987 en 14.171 millones de dólares, 1,6 billones valorados en pesetas. Ello supuso casi duplicar el nivel existente un año antes.

Pero, si de esta forma se conseguía mantener el tipo de cambio de la peseta, el aumento de las reservas se traducía en una fuente importante de creación de liquidez interna, contribuyendo ello a un aumento de los ALP por encima del objetivo. El intento de reconducir este aumento dentro de la senda prevista elevaba los tipos de interés y su diferencial con los tipos exteriores provocando ello, a su vez, una mayor afluencia de capitales. Esta contradicción entre los objetivos internos -control de cantidad de dinero, tipos de interés- y externos -tipo de cambio- de la política monetaria -contradicción que deriva de la imposibilidad de controlar todas esas variables a la vez en un contexto de libertad de movimiento de capitales-, provocó que el Banco de España tuviera que abandonar en la práctica el objetivo de mantener el crecimiento de los ALP dentro de la senda marcada y, a la vez, permitir una cierta apreciación de la peseta. Ello y las salidas de capital que se produjeron a raíz de la crisis bursátil de octubre de 1987 lograron detener las presiones alcistas sobre la peseta.

Sin embargo, esto sólo fue así momentáneamente. Pasados los primeros efectos de la crisis, la afluencia de capitales fue de nuevo copiosa, tanto en forma de inversiones como de créditos. Durante el primer semestre de 1988, sólo en concepto de créditos privados del exterior se produjeron unas entradas netas de 404.000 millones de pesetas. Aunque los efectos expansivos de tales entradas sobre los ALP no causaban las consecuencias del pasado año, entre otras razones porque ahora el aumento del crédito interno al sector público se estaba comportando de forma moderada, sí habían vuelto a aparecer las presiones alcistas sobre la peseta. Ello podía agudizarse, por otra parte, en los meses del verano, a consecuencia de las estacionales entradas de divisas por turismo.

Recordando la difícil experiencia de 1987, las autoridades decidieron cortar la masiva afluencia de capitales del exterior y dado que no juzgaban procedente utilizar los tipos de interés, disminuyendo el diferencial con los tipos extranjeros, optaron en el mes de junio por suspender temporalmente la liberalización de las operaciones a más de un año, que quedaron de nuevo sujetas a autorización. Desde entonces el saldo por créditos y préstamos del exterior vuelve a ser negativo, lo que supone que las amortizaciones superan a los nuevos créditos recibidos.

3.- Perspectivas en el horizonte 1992

Efectuar proyecciones económicas a medio o largo plazo siempre resulta un ejercicio arriesgado. No por ello, sin embargo, debe abandonarse tal intento, ya que muchas decisiones que se toman tanto en el mundo empresarial como en el de la política económica a nivel

nacional, entre ellas quizás las más importantes, las que pueden considerarse estratégicas o programáticas, necesitan una dimensión temporal más allá del corto plazo.

Esa dificultad intrínseca en la previsión a medio plazo es especialmente manifiesta en el caso que nos ocupa, es decir, en proyectar la evolución de la balanza de pagos española en el horizonte de 1992. Ello es así, en primer lugar, porque la balanza de pagos, como puente y reflejo de los acontecimientos en las economías nacional e internacional viene afectada en su evolución por una enorme y variada relación de factores y variables interrelacionadas. Por otra parte, los profundos cambios institucionales y estructurales introducidos a partir de la integración en la CEE, han venido a cambiar el comportamiento o las relaciones históricas de unas variables con otras. Por poner un ejemplo, las elasticidades históricas de las exportaciones e importaciones respecto a la renta/demanda o a los precios relativos poco han servido en los últimos años para explicar la evolución de las mismas, como se puso de manifiesto anteriormente. Tampoco, por otra parte, cabe extrapolar mecánicamente el comportamiento del comercio exterior en los tres últimos años, porque los efectos del primer impacto de la liberalización deben ir diluyéndose en el tiempo, dando paso a comportamientos más normales. De todo esto se deduce que cualquier proyección a medio plazo de la balanza de pagos, incluida la que aquí se presenta, debe ser tomada como un escenario situado entre una banda más o menos amplia de posibilidades. Por supuesto, conforme se va más allá en el tiempo, los márgenes de esta banda son más amplios.

En el ejercicio aquí presentado, que se recoge en el Cuadro 5, se ha supuesto que las exportaciones e importaciones españolas tienden a comportarse paulatinamente en relación a sus variables determinantes básicas como lo hacen las de las economías europeas con las que la economía española se está integrando. Además de este supuesto, en el citado cuadro se explicita la evolución de las principales variables que afectan a la balanza de pagos. Algunas de ellas, como el tipo de cambio peseta/dólar, no deben ser tomadas sino como una hipótesis de trabajo, nunca como una previsión. Ello es así fundamentalmente porque estas proyecciones son tendenciales, es decir, tratan de presentar la evolución de la balanza sin que en algún momento del período considerado se introduzcan modificaciones sustanciales de la política económica que pudieran hacerla variar.

Entre las hipótesis más importantes utilizadas, cabe señalar un crecimiento del PIB de los países desarrollados situado entre el 2,5 y el 3% anual, que posibilita un crecimiento del comercio internacional del orden del 5% y ello, a su vez, haría posible un crecimiento de las exportaciones españolas de bienes y servicios del 6%. En cuanto a la economía española, se contempla una tasa de crecimiento del PIB en el entorno del 4% y unas importaciones que crecen al 8,5%. Por último, una hipótesis importante es también la del comportamiento neutro de la relación real de intercambio, es decir, que los precios de importación, tanto de los productos energéticos como no energéticos, crecen igual que los de exportación, al 4% anual.

Bajo estas hipótesis, el déficit comercial va creciendo hasta situarse en 1992 en un 8% del PIB. Tal cifra sería la mayor alcanzada en la historia económica española moderna, ligeramente superior al 7,9% del PIB

registrado en 1974 tras la primera crisis energética y bastante superior al 5,6% ocasionado por la segunda crisis.

Este deterioro del déficit comercial no sería, por otra parte, paliado por el aumento del superavit de servicios y rentas ya que éste permanece prácticamente al mismo nivel actual en términos absolutos, lo que supone retroceder en relación al PIB. La causa fundamental de ello es que el saldo por turismo se mantiene en términos de PIB, pero avanzan los pagos netos por rentas de inversión. Ello es consecuencia, en primer lugar, del fuerte aumento de las inversiones extranjeras, que se prevé continúe aunque no al ritmo de los últimos años, y que generarían pagos crecientes por dividendos y otros beneficios; en segundo lugar, de un aumento de la deuda externa, necesario para financiar los déficits por cuenta corriente, especialmente a partir de 1990; por último, dejarían de aumentar los ingresos por este concepto, al detenerse primero e invertirse después el proceso de aumento de las reservas de divisas cuya colocación en el exterior proporciona la principal fuente de ingresos por este concepto.

Sí que se prevé, en cambio, un comportamiento favorable por parte de las transferencias, por lo que concierne a las provenientes de los fondos estructurales de la CEE y dados los programas en marcha para duplicar estos fondos de aquí a 1992. Este aumento de las transferencias compensaría, parcialmente al menos, el correspondiente a los pagos por rentas de inversión.

Como resultado de todo ello, el saldo deficitario por cuenta corriente tiende a deteriorarse rápidamente, alcanzando en 1992 una cifra equivalente al 4,4% del PIB. Como referencia, los déficits registrados

ese año, un 2,6% del PIB, o bien, poco más de 10.000 millones de dólares, podría financiarse con las entradas por inversiones extranjeras, que en la actualidad alcanzan justamente ese porcentaje del PIB y que es previsible se mantenga en los próximos años. Únicamente la financiación de las inversiones y créditos españoles al exterior, de mucha menor cuantía, requeriría entradas adicionales de capital vía endeudamiento, o bien una ligera disminución de reservas de divisas. Hay que tener en cuenta, a este respecto, que el nivel de reservas se eleva en la actualidad al 11,5% del PIB.

Este amplio margen de maniobra no debiera, sin embargo, hacer olvidar la necesidad de moderar el rápido deterioro del déficit de la balanza de pagos. En primer lugar, porque lo que hoy no plantea problemas de financiación puede plantearlo más adelante si los inversores extranjeros juzgan insostenible tal situación. En segundo lugar, no se debe olvidar que si el déficit no alcanza ya esos niveles insostenibles es en gran parte debido a las continuas mejoras de la relación real de intercambio, especialmente la de 1986. Un fenómeno inverso de cierta entidad dejaría en poco tiempo a la economía española en una difícil posición exterior. Por último, porque una vez alcanzado un abultado nivel de déficit, conseguir frenarlo y sobre todo reducirlo requiere de duras medidas de ajuste, tanto más cuanto que tales déficits ya no pueden atajarse, como antaño, poniendo barreras a las importaciones.

Por tanto, uno de los objetivos clave para mantener a largo plazo la fase expansiva de la economía española es estimular el avance de las exportaciones, aumentando su competitividad no ciertamente por la vía de la política cambiaria, sino por la de ganancias en

productividad y ampliación de la capacidad productiva. Ello requiere, desde otro punto de vista, seguir dedicando más recursos al ahorro e inversión que al consumo, es decir, la continuación del proceso de acumulación de capital que se ha seguido en los últimos años. Sólo así podrá mantenerse un diferencial de crecimiento respecto al resto de países desarrollados y una balanza de pagos sólida, al abrigo de los movimientos coyunturales de los capitales internacionales.

LA INVERSION EXTRANJERA EN ESPAÑA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 1988

Silvia Iranzo Gutierrez
Técnico Comercial y Economista
del Estado.

I. Aspectos Generales.

La presente nota tiene por objeto describir el comportamiento general, durante el periodo enero-junio de 1988, del conjunto de rúbricas que aporta mayores ingresos a la Balanza de capitales española: la inversión extranjera en sus tres modalidades -directa, de cartera y en inmuebles-. Dichas rúbricas arrojaron durante el periodo estudiado una cifra neta de 587.781 millones de pesetas.

Los datos que servirán de base a este comentario proceden de dos - - fuentes principales: el Registro de Caja del Banco de España y las cifras de - - autorización o verificación de proyectos de inversión extranjera directa de la - Dirección General de Transacciones Exteriores (en adelante DGTE) (1).

(1) El Registro de Caja del Banco de España registra aquellas transacciones que - entrañan un movimiento de cobro o pago efectivo con el exterior. La Dirección - - General de Transacciones Exteriores por su parte registra las operaciones de inver- sión que han debido ser previamente verificadas o autorizadas, por lo que no ofre- cen información sobre inversiones no sometidas a tales trámites (inversiones de - - cartera y determinadas inversiones en inmuebles). Los datos de la Dirección Gene- - ral de Transacciones Exteriores se diferencian de los ofrecidos por el Registro de Caja en los aspectos a continuación mencionados (que explican la cifra generalmente superior de inversión de la primera fuente respecto de la segunda):

1. No incluyen las inversiones de las que resulta una participación extranjera - - igual o inferior al 50% del capital social.
2. Las inversiones son verificadas o autorizadas en fase de proyecto. Este, lógica- mente, puede emprenderse por una cuantía menor que la autorizada o no realizarse - - en absoluto.
3. Para la DGTE, son también inversores extranjeros las empresas españolas con ca- - pital o dotación patrimonial directa o indirectamente propiedad de no residentes, - los cuales invierten con pesetas ordinarias en otras entidades españolas. Estas - - operaciones no son obviamente objeto de contabilización por el Registro de Caja.
4. Las autorizaciones o verificaciones gozan de un periodo de validez de seis meses. Por ello, muchas inversiones incluidas en la cifra del periodo estudiado pueden no - hacerse efectivas hasta fechas posteriores.

La primera fuente citada constituirá el principal elemento de referencia utilizado en los párrafos que siguen, mientras que la segunda fuente permitirá enriquecer -- cualitativamente la información de caja sobre inversiones directas en aspectos -- tales como tipo de operación, destino de la inversión por subsectores de actividad y Comunidades Autónomas, y clases de aportación.

De los datos manejados, se desprende una continuación durante el periodo analizado de la tendencia al incremento de la inversión extranjera en España, -- puesto de manifiesto a partir de 1983 sobre todo. Dicha evolución al alza mostró no obstante una desaceleración en 1988, pasándose de una tasa media anual acumulativa de aumento de la inversión neta total durante 1983-1987 del 43,5% a un aumento durante enero-junio de 1988 del 10,3% (respecto a enero-junio de 1987). Puede anticiparse que la desaceleración mencionada se debió al descenso (del 22,5%) de la inversión extranjera neta de cartera, ya que las restantes modalidades de inversión -- directa y en inmuebles-- aumentaron en un 41,5% y 32,3% respectivamente en términos netos.

En los párrafos que siguen se analizará el comportamiento individual -- reciente de cada modalidad de inversión extranjera, regulada en lo esencial por el Real Decreto Legislativo 1265/86 de 27 de Junio y por el Real-Decreto 2077/1986 de 25 de Septiembre.

II. Inversión directa.

a) Evolución general.

Como revela el Cuadro 1, la inversión extranjera directa neta ascendió durante el periodo enero-junio de 1988 a 225.055,15 millones de pesetas en términos de caja, cifra superior en un 41,5% a la correspondiente al primer semestre de -- 1987. Dicha tasa de incremento fue un 50% superior a la tasa media acumulativa de -- incremento anual registrada en los cuatro últimos años. Por otra parte la modalidad de inversión descrita representó un 38,29% de la inversión neta total (en sus tres modalidades), acusándose cierto aumento respecto al peso (del 29,53%) que tuvo du-- rante 1987.

Las causas explicativas de ese comportamiento se encuentran sin duda en los factores "de fondo" habitualmente citados, tales como la estabilidad política --

reinante en España, su ingreso en la CEE, la política de ajuste de los desequilibrios internos practicada en los últimos años, etc., aunque muy especialmente en el tirón ejercido por el clima de excelentes perspectivas empresariales de que disfruta España en el momento actual, provocadas por una tasa de crecimiento sensiblemente superior a la de los países de su entorno.

b) Distribución por países, sectores de actividad y Comunidades Autónomas.

Los Cuadros 2, 2 bis y 3 arrojan información procedente respectivamente de la DGTE y del Registro de Caja ----- sobre los países de procedencia de la inversión extranjera directa. De los mismos pueden extraerse los siguientes rasgos fundamentales:

1. La inversión realizada por inversores residentes en el área de la OCDE representó el 90,4% del total invertido por no residentes en España, procediendo de países OCDE europeos en un 84,3% y de países OCDE no europeos en un 6,1%.
2. La inversión procedente de países de la OCDE no europeos tendió a disminuir en términos absolutos y relativos, debido al descenso de la inversión directamente procedente de Estados Unidos, que se canaliza crecientemente a través de países europeos con los que España tiene suscritos Convenios de Doble Imposición.
3. Más de dos tercios de lo invertido por no residentes procedió de cuatro países europeos: Holanda (25%), Reino Unido (17%), Francia (13,5%) y Suiza (11,5%). La inversión procedente de los cuatro países citados tendió a aumentar sensiblemente en los tres últimos años, tanto en términos absolutos como relativos. Hay que precisar que buena parte de los inversores formalmente procedentes de Holanda (y en cierta medida Reino Unido y Suiza) no son propiamente originarios de dichos países sino -- que utilizan los mismos, en razón de sus ventajas fiscales y mercantiles, como plataforma centralizadora de la gestión de los activos integrantes de la división internacional de la empresa matriz, originaria ésta de otros países (como Estados Unidos, por ejemplo).
4. La inversión en cascada, o con origen "España" en el Cuadro 2 (inversión realizada por empresas españolas con capital extranjero en otras empresas españolas) repre

sentó aproximadamente la quinta parte de las inversiones. Se observa cierto avance de este tipo de inversión, probablemente por la buena marcha de los negocios de -- empresas extranjeras en España, lo que mueve a éstas a reinvertir sus beneficios en otras empresas con el objeto de ampliar o diversificar su actividad en nuestro - - país.

5. Los países no pertenecientes a la OCDE invirtieron en conjunto un porcentaje escasamente superior al 8% de la inversión total, siendo sólo tres países de ese conjunto individualmente responsables de una cifra de inversión superior al 1%: Emiratos Arabes Unidos (3,7%), Islas Vírgenes (1,9%) y Panamá (1,5%).

La distribución sectorial de la inversión, contenida en los Cuadros 4 y 4 bis, permite extraer los siguientes aspectos relevantes:

1.- El sector de servicios confirmó la tendencia al aumento de peso como foco de -- atracción de inversiones extranjeras absorbiendo actualmente el 59,06% de la inver-- sión total. Muy en particular, los subsectores de promoción y arrendamiento de in-- muebles, las instituciones financieras y el negocio de distribución comercial en -- grandes superficies ejercieron un tirón significativo de los capitales exteriores, - al absorber respectivamente el 27%, 15,3% y 5% de la inversión total.

2.- Dentro del sector industrial, destino del 39,23% de la inversión directa total, - destacaron los subsectores de industria alimentaria (10,7%), química (6,8%), papele-- ra (6%), de refino de petróleo (3,8%) y de maquinaria y material eléctrico (2%).

El destino regional de la inversión extranjera durante el primer seme-- tre de 1988 se refleja en el Cuadro 5. En dicho Cuadro, se observa que a Madrid se dirigió cerca de la mitad (48,5%) del total invertido por extranjeros, seguida de - Cataluña, que absorbió cerca de un quinto del total (19,6%). El tercer lugar fue -- ocupado por la Comunidad Autónoma de Andalucía, donde los extranjeros invirtieron - el 8,4% del total, apreciándose un aumento significativo de las inversiones extran-- jeras en esta Comunidad. A mucha mayor distancia se encuentra Aragón (2,4%), Valen-- cia (2,37%), Canarias (1,64%), Baleares (1,38%) y País Vasco (1,34%). Es preciso --

matizar que la distribución por Comunidades Autónomas no refleja siempre la localización efectiva de la inversión proyectada, puesto que en muchas ocasiones los datos se refieren al domicilio social de la empresa.

Los datos cruzados por país, sector de actividad y Comunidad Autónoma, - contenidos en los Cuadros 6,7 y 8, permiten trazar el perfil de la inversión extranjera directa característica del primer semestre del presente año:

1. La inversión procedente de Holanda se dirigió fundamentalmente al sector inmobiliario y financiero, con localización en Madrid. En menor medida se dirigió al sector - papelerero, con localización en Cataluña.
2. La mayor parte (64%) de la inversión procedente del Reino Unido se dirigió a los sectores financiero e inmobiliario, situándose en Madrid la inversión en el primer subsector citado y en Andalucía (zonas costeras) la inversión citada en segundo lugar.
3. Los proyectos de inversión de origen suizo se destinaron en un 69% a los sectores de seguros y de instituciones financieras, con localización en Madrid.
4. La inversión de origen francés se repartió de forma bastante homogénea entre los diversos subsectores, predominando los proyectos de inversión en el sector financiero e inmobiliario (36%), en el de distribución comercial en grandes superficies - - (24%), en el de industria alimentaria (11,2%) y en el sector automovilístico (9,1%). Dicha inversión se situó básicamente en Madrid (51,2%) y en Cataluña (21%).
5. Las inversiones de origen norteamericano y japonés se dirigieron respectivamente en su mayor parte a la comercialización de productos industriales en Madrid y a la - industria química en Cataluña.

c) Tipos de operación.

El Cuadro 9 muestra las clases de operaciones a través de las que se -- instrumentó la inversión extranjera directa durante el primer semestre de 1988. En el mismo se observa que los extranjeros invirtieron en España primordialmente mediante ampliación de las actividades empresariales desarrolladas en nuestro país. Invir-

tieron asimismo, aunque en menor medida, mediante adquisición de empresas españolas, operaciones generalmente ventajosas para el extranjero por la posibilidad de procurarse desde el principio una red de fabricación y distribución de los productos y en ocasiones una imagen de marca consolidada.

Dicho esto, hay que señalar que buena parte de las operaciones de -- ampliación de capital encubren auténticas adquisiciones de empresas en razón del -- sistema de tributación vigente de los derechos de suscripción preferente, que prima la percepción de éstos frente a otras alternativas de pago.

Se aprecia por último un avance de las operaciones de inversión en su-- cursales y de la concesión de préstamos a largo plazo de matriz a filial.

Por lo que se refiere a las clases de aportación, descritas en el Cuadro 10, se mantiene el predominio y la importación relativa de las aportaciones de divisas del exterior (58,7%). Es de destacar un avance de las aportaciones del exterior no dinerarias, en las que predominan las aportaciones por parte del patrimonio de otra empresa españoles (aportaciones de acciones). Dichas aportaciones obedecen a operaciones de mera reestructuración accionarial de empresas del mismo grupo. La cuantía de las aportaciones de pesetas ordinarias se corresponde con el peso de las inversiones en cascada, operaciones que ya han sido objeto de comentario anteriormente.

d) Liquidación y rendimientos de inversiones extranjeras directas.

El Cuadro 11 ofrece el detalle de los pagos al exterior por liquidaciones y rendimientos de la inversión extranjera directa. Las cifras de los periodos -- reseñados no permiten inferir la existencia de una tendencia marcada al alza o a la baja de los flujos al exterior por esos conceptos. Las liquidaciones mostraron un -- comportamiento más errático que los rendimientos, que en el último periodo analizado matuvieron el peso, ciertamente elevado, que sobre la inversión neta han venido re-- presentando en los últimos años.

III. Inversiones de cartera.

a) Evolución general.

La inversión extranjera de cartera inició su despegue en España en -- 1983, creciendo en términos brutos a una tasa media anual acumulativa del 200% -- hasta aproximarse a finales de 1987 a una cifra cercana a los dos billones de pe-- setas. Dicha tendencia se quebró a partir del "martes negro" de Octubre de 1987, habiéndose producido desinversiones en Octubre y Noviembre de 1987 por un importe equivalente a la cuarta parte de todo lo vendido durante el año.

La evolución de la inversión extranjera de cartera durante los seis -- primeros meses de 1988 vino marcada por dos fenómenos de distinta naturaleza aunque relacionados entre sí: por un lado, continuación de la tendencia a la menor toma -- de posiciones en el mercado español de activos financieros, iniciada a partir de -- Octubre de 1987 y, por otro lado, reorientación de los fondos extranjeros de carte-- ra en España hacia los mercados de deuda.

Los flujos extranjeros brutos de cartera ascendieron a 856.981,31 millo-- nes de pesetas, como revela el Cuadro 11, con un incremento del 31,66% respecto al -- mismo periodo del año anterior, en tanto que los flujos netos ascendieron a - - -- 229.742,84 millones de pesetas, lo que supone un descenso del 22,48% respecto al - - -- periodo enero-junio de 1987. La relación entre ambas magnitudes (inversión neta so-- bre inversión bruta) no superó el 26,8% frente a tasas del 50% en los tres últimos - -- años. El descenso de la cifra neta de inversión se debió al aumento significativo de ventas (de acciones sobre todo) que, aún siendo inferiores en un 33,12% a las de los seis últimos meses de 1987, superaron en un 76,92% la cifra de desinversión del - -- periodo enero-junio de 1987.

Las razones para el comportamiento descrito se encuentran con toda proba-- bilidad en el clima de incertidumbre generado en los medios financieros del mundo - - -- desarrollado a partir de la crisis bursátil de Octubre pasado, que frenó en buena -- parte los movimientos especulativos. A ese factor se une la circunstancia de que la retirada del mercado bursátil español por parte de los inversores extranjeros debió producirse gradualmente, dada la estrechez de las bolsas nacionales.

La incertidumbre que hizo presa general de los mercados desencadenó paralelamente una conducta inversora de los extranjeros en España caracterizada por la preferencia hacia títulos de deuda y, muy en particular, hacia riesgos soberanos a corto plazo. En efecto, si a lo largo de 1987 de cada 100 pesetas invertidas en España por extranjeros 81 lo fueron en acciones y 19 en títulos de deuda, a corto y largo plazo en cuantía parecida, durante los seis primeros meses del año en curso (ver Cuadro 12), de cada 100 pesetas invertidas 64 lo fueron en acciones y 36 en títulos de deuda. De lo invertido en deuda, cerca del 60% se dirigió a títulos del Tesoro - a corto plazo. La inversión en valores españoles de deuda, y muy especialmente en Letras del Tesoro, se vio extraída por unos rendimientos más elevados en España que en los restantes centros financieros desarrollados y por una peseta que siguió haciendo gala de una gran solidez.

b) Distribución por países.

El Cuadro 3 refleja la composición por países de procedencia de la inversión extranjera de cartera en España, Cuadro que no revela cambios dignos de mención respecto a la distribución geográfica que ha caracterizado a dicho flujo en años anteriores. Como se observa, persiste la concentración de la inversión en un número reducido de países: el Reino Unido invirtió por sí solo el 38,57% de la inversión de cartera total y cinco países -Reino Unido, Suiza, Estados Unidos, R.F. de Alemania y Francia- fueron responsables del 80,54% de dicho flujo.

IV. La inversión extranjera en inmuebles.

La inversión extranjera en inmuebles, que vino creciendo en términos netos a una tasa media anual acumulativa del 26% durante el periodo 1982-1987, prosiguió esa tendencia durante el primer semestre de 1988, habiendo registrado un incremento del 27% respecto a igual periodo de 1987.

Tal comportamiento se corresponde, por una parte, con el atractivo que ejerce España, por razones de clima y de coyuntura económica, para el extranjero que desea fijar su residencia temporal o definitiva en España y, por otra parte, con el -

auge del sector inmobiliario a que ha asistido nuestro país desde su ingreso en la CEE.

La inversión extranjera en inmuebles durante el primer semestre de 1988 respondió al siguiente perfil general: el inversor característico fue de procedencia británica (en un 42%) y en mucha menor medida de origen alemán (13%), suizo (9,6%) - francés (7,6%) y sueco (4,2%). Según información de la DGTE(2) (a 31 de Marzo de 1988), la mayor parte de lo adquirido por ingleses se localizó en Andalucía (48,7%) y Canarias (34%). La inversión de origen alemán se situó preferentemente en Canarias y -- Baleares, mientras que la mayoría de los inversores suizos y franceses prefirieron la costa valenciana. Los suecos por su parte prefirieron comprar inmuebles en Andalucía y en menor medida en Valencia. El destino mayoritario de las inversiones en - inmuebles fue la adquisición de viviendas para uso propio.

Las liquidaciones de inmuebles por extranjeros han venido constituyendo una parte no muy significativa de las inversiones, lo que permite señalar que esta modalidad de inversión se caracteriza por una mayor vocación de permanencia que las restantes modalidades de inversión extranjera. Durante el primer semestre de 1988, las ventas de inmuebles por extranjeros tan sólo representaron el 2,85% de las - - compras totales.

IV. Conclusión.

La inversión extranjera en España sigue comprendiendo actualmente el con- junto de rúbricas más dinámico de la Balanza de Capitales española.

No va a efectuarse un balance de las operaciones de inversión realizadas en España por extranjeros durante el primer semestre de 1988, pues entre otros facto- res , no se dispone actualmente de sistemas sencillos y precisos que permitan evaluar dicho flujo en términos de los puestos netos de trabajo creados, o de la mejora indu- cida de la eficiencia productiva global, por ejemplo.

No obstante, sí debe citarse un dato fácilmente disponible, cuál es la - aportación neta de divisas que procura la inversión extranjera en España. Con esa --

(2) Ver Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2142 a 2569.

visión exclusivamente de "caja", se comprueba que la inversión extranjera (neta de liquidaciones y de rendimientos) realizó un aporte en divisas de 466.542 millones de pesetas, cifra que permitió financiar el 60% del déficit comercial registrado - durante el periodo analizado.

CUADRO 1

INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA: DISTRIBUCION POR MODALIDADES DE INVERSION (EN MILLONES DE PESETAS)

PERIODO	INVERSION DIRECTA			INVERSION DE CARTERA			INVERSION DE INMUEBLES			TOTAL	
	BRUTA	NETA		BRUTA	NETA		BRUTA	NETA		BRUTA	NETA
		Importe	% sobre total		Importe	% sobre total		Importe	% sobre total		
1983	139.700	121.500	50,08	17.100	7.300	3,01	117.200	113.800	46,91	274.000	242.600
1984	176.900	156.100	47,14	56.400	37.000	11,17	140.200	138.000	41,68	373.500	331.100
1985	193.700	164.200	40,42	121.200	82.700	20,36	163.100	159.300	39,22	478.000	406.200
1986	321.200	284.200	39,86	528.247	238.358	33,43	194.900	190.500	26,71	1.044.347	713.058
1987	443.600	321.500	29,53	1.838.325	545.899	50,14	227.900	221.400	20,33	2.509.825	1.088.790
ene-jun.1987	194.235	159.032	28,61	650.896	296.358	53,31	103.809	100.532	18,08	948.940	555.922
ene-jun.1988	295.532	225.055	38,29	856.981	229.743	39,09	135.422	132.983	22,62	1.287.935	587.781

FUENTE: Registro de Caja del Banco de España.

CUADRO 2

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: PROCEDENCIA POR PAISES (EN MILLONES DE PESETAS)

PAISES	Enero-Junio 1988		Enero-Junio 1987		Enero-Junio 1986	
	Importe	% sobre total	Importe	% sobre total	Importe	% sobre total
Francia	29.899,97	8.094	15.198,70	5.738	14.629,80	6.963
Bélgica y Lux.	13.934,08	3.772	14.955,07	5.646	3.642,10	1.733
Países Bajos	93.815,08	25.396	21.017,97	7.934	11.315,30	5.385
R.F. Alemania	10.064,69	2.725	13.069,41	4.934	87.809,70	41.791
Italia	5.800,29	1.570	62.914,40	23.751	862,40	.410
Reino Unido	47.615,57	12.890	18.237,07	6.885	11.893,80	5.661
Irlanda	70,43	.019	448,45	.169	155,50	.074
Dinamarca	2.985,69	.808	270,32	.102	293,10	.139
Grecia	,73	.000	5,01	.002	6	.003
Portugal	530,96	.144	148,13	.056	89,10	.042
TOTAL PAISES CEE	204.717,49	55.417	146.264,53	55.216	130.696,80	62.202
Noruega	1.218,16	.330	1.008,68	.381	.386,10	.184
Suecia	3.769,77	1.020	6.815,73	2.573	1.102,40	.525
Finlandia	405,21	.110	630,14	.238	402	.191
Suiza-Liech.	35.014,73	9.479	29.977,13	11.317	7.308,70	3.478
Austria	144,17	.039	64,43	.024	141,60	.067
Islandia	0	0	0	0	0	0
Turquía	,38	.000	1,50	.001	0	0
TOTAL PAISES OCDE EUROPEOS	40.552,42	10.978	38.497,61	14.533	9.340,80	4.446
EE.UU.	7.373,98	1.996	9.494,26	3.584	20.091	9.562
Canadá	676,39	.183	3.048,91	1.151	8.918,80	4.245
Japón	7.887,75	2.135	13.393,64	5.056	4.509,40	2.146
Australia	2,57	.001	5,90	.002	1,30	.001
Nueva Zelanda	,98	.000	0	0	17,40	.008
TOTAL PAISES OCDE NO EUROPEOS	15.941,67	4.315	25.942,71	9.794	35.537,90	15.962

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

TOTAL OCDE	261.211,58	70.710	210.704,85	79.542	173.575,50	82.609
Islas Vírgenes	7.258,98	1.965	0	0	6,80	.003
Gibraltar	2.639,44	.715	1.134,22	.428	324,30	.154
Panamá	5.765,44	1.561	3.901,18	1.473	3.723,60	1.772
Islas Cayman	134,50	.036	39,80	.015	1.140	.543
Antillas Holandesas	1.308,77	.354	578,00	.218	492,20	.234
Bahamas	30,98	.008	101,46	.038	22,40	.011
Seychelles	0	0	.20	.000	0	0
Bermudas	118,17	.032	37,30	.014	127,80	.061
TOTAL PARAISOS FISCALES	17.256,28	4.671	5.792,16	2.186	5.837,10	2.778
Chipre	56	.015	7	.003	2	.001
Malta	0	0	.90	.000	0	0
Andorra	724,81	.196	133,91	.051	45,20	.022
Yugoslavia	0	0	12,45	.005	,90	.000
Polonia	1,62	.000	0	0	0	0
Unión Soviética	0	0	0	0	0	0
Checoslovaquia	0	0	0	0	0	0
Bulgaria	0	0	0	0	0	0
Rumanía	0	0	0	0	0	0
TOTAL OTROS PAISES EUROPEOS	782,43	.211	154,26	.005	48,10	.002
Marruecos	49,34	.013	96,86	.037	33,30	.016
Argelia	179,29	.049	172,35	.065	224,50	.107
Túnez	0	0	5,60	.002	10,10	.005
Libia	0	0	24,80	.009	8,60	.004
Egipto	2,09	.001	75,46	.028	31,20	.015
Liberia	105,51	.029	417,00	.157	283,80	.135
Mauritania	6,35	.002	603,25	.228	206	.098
Senegal	0	0	13,70	.005	10,50	.005
Costa Marfil	2,40	.001	2,91	.001	0	0
Togo	0	0	0	0	0	0
Sudáfrica	,81	.000	22,12	.008	17,50	.008
Gabón	0	0	,90	.000	0	0
Kenia	0	0	1	.000	0	0
Zambia	0	0	0	0	0	0
Nigeria	1,81	.000	0	0	10,60	.005
Camerún	4,98	.001	0	0	0	0

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Congo	,60	.000	0	0	0	0	0	0
Mali	0	0	0	0	0	0	0	0
Sudán	,31	.000	0	0	0	18	0	.009
Angola	0	0	0	0	0	0	0	0
Zaire	0	0	0	0	0	0	0	0
Gambia	0	0	0	0	0	,50	0	.000
TOTAL AFRICA	353,49	.096	1,436,03	.542	854,60			.407
México	551,19	.149	334,28	.126	111,80			.053
República Dominicana	23,44	.006	8,33	.003	0			0
Costa Rica	27,30	.007	73	.028	73,80			.035
Indias Occidentales	0	0	3,50	.001	7			.003
Guatemala	7,50	.002	59,86	.023	0			0
Nicaragua	0	0	,26	.000	0			0
Colombia	90,69	.025	,40	.000	73,30			.035
Venezuela	445,94	.121	743,52	.281	249			.119
Ecuador	0	0	,55	.000	,50			.000
Perú	622,47	.169	1	.000	161,30			.077
Brasil	218,54	.059	40,68	.015	0			0
Chile	26,17	.007	16,12	.006	7,50			.004
Uruguay	20,18	.005	56,50	.021	10,70			.005
Argentina	280,60	.076	343,82	.130	93			.044
Bolivia	1,14	.000	0	0	0			0
Paraguay	0	0	5	.002	0			0
Haiti	0	0	0	0	0			0
Turquesas	,25	.000	0	0	0			0
Cuba	,32	.000	0	0	0			0
TOTAL LATINOAMERICA	2.315,73	.262	1.686,82	.637	787,90			.374
Líbano	79,18	.021	79,50	.030	73,70			.035
Siria	20	.005	17,31	.007	0			0
Israel	4,20	.001	12,55	.005	183,10			.087
Jordania	20,32	.006	21,67	.008	51,10			.024
Iran	15,64	.004	74,97	.028	39,40			.019
Irak	0	0	86,50	.033	3,40			.002
Arabia Saudita	220,33	.060	228,05	.086	119,90			.057
Kuwait	6	.002	3,20	.001	16,90			.008
Bahrein	0	0	0	0	10,60			.005
Emiratos Arabes	13.967,34	3.781	17,40	.007	8,10			.004
Taiwan	0	0	17	.006	1			.000

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Hong Kong	715,71	.194	.18	.000	7,30	.003
Corea Sur	9,56	.003	1,90	.001	0	0
Thailandia	0	0	20	.008	0	0
Pakistán	0	0	.53	.000	1,10	.001
India	123,37	.033	10,05	.004	15,80	.008
Filipinas	1	.000	8,31	.003	16,10	.008
China	4,90	.001	23,18	.009	9,80	.005
Afganistán	0	0	3,50	.001	0	0
Qatar	0	0	0	0	5,60	.003
Malasia	0	0	0	0	,40	.000
Singapur	0	0	0	0	0	0
Indonesia	0	0	0	0	1,20	.001
Sri Lanka	0	0	0	0	3	.529
Blanco	0	0	0	0	0	0
TOTAL ASIA	15.187,55	4.111	625,80	.236	567,50	.797
ESPAÑA	72.302,85	19.573	44.495,97	16.798	28.446	13.538
TOTALES	369409.9100	100	264.895,90	100	210.116,70	100

CUADRO 2 bis.

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: PROCEDENCIA POR BLOQUES DE PAISES, EXCLUYENDO ESPAÑA (En porcentaje sobre el total de inversión).

BLOQUE DE PAISES	ENE-JUN 1988	ENE-JUN 1987	ENE-JUN 1986
PAISES C.E.E.	68.90	66.36	71.94
OTROS PAISES OCDE EUROPEOS.	13.65	17.47	5.14
PAISES OCDE NO EUROPEOS	5.37	11.77	18.46
TOTAL OCDE	87.92	95.60	95.54
OTROS PAISES EUROPEOS	2.62	0.01	0.01
PARAISOS FISCALES	5.81	2.63	3.21
RESTO DE PAISES	3.65	1.76	1.24
TOTAL PAISES NO MIEMBROS OCDE.	12.08	4.40	4.46
TOTAL.	100	100	100

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CUADRO 3

INVERSIONES EXTRANJERAS (1) EN ESPAÑA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 1988: DISTRIBUCION POR PAISES DE PROCEDENCIA
(EN MILLONES DE PESETAS)

PAISES	INVERSION DIRECTA NETA		INVERSION DE CARTERA BRUTA (2)		INVERSION EN INMUEBLES NETA	
	Importe	% sobre total	Importe	% sobre total	Importe	% sobre total
Francia	30.366,90	13,47	47.858,78	7,86	10.117,38	7,61
Bélica-Lux.	6.718,21	2,98	25.027,33	4,11	2.751,40	2,07
Holanda	56.034,64	24,86	43.735,41	7,19	4.099,26	3,08
R.F. Alemania	10.966,06	4,86	52.740,50	8,67	17.073,20	12,85
Italia	6.483,14	2,88	1.690,59	0,28	1.030,17	0,77
Reino Unido	38.039,74	16,88	234.707,64	38,57	55.775,89	41,98
Irlanda	192,54	0,08	217,94	0,03	294,25	0,22
Dinamarca	1.191,85	0,53	8.113,80	1,30	1.997,84	1,5
Grecia	1,18	0,01	160,13	0,02	25,98	0,02
Portugal	2.208,68	0,98	556,59	0,09	396,12	0,30
TOTAL CEE	152.202,95	67,10	414.808,72	68,17	93.561,50	70,00
Noruega	1.641,57	0,73	580,80	0,09	3.152,43	2,37
Suecia	3.447,56	1,53	722,96	0,12	5.606,42	4,22
Finlandia	175,64	0,08	26,95	-	2.076,99	1,56
Suiza-Liech.	26.102,65	11,58	96.981,21	15,94	12.802,02	9,63
Austria	479,96	0,21	829,62	0,13	426,30	0,32
Turquía	0,36	-	13,38	-	3,86	0,01
Islandia	0,00	-	0,23	-	15,13	0,01
TOTAL PAISES OCDE EUROPEOS NO COMUNITARIOS	31.847,74	17,20	99.155,14	16,29	24.083,16	18,10
Estados Unidos	10.382,22	4,60	61.915,46	10,17	2.523,57	1,89
Canadá	523,29	0,23	674,55	0,11	111,75	0,08
Japón	2.324,43	1,03	2.776,45	0,45	738,63	0,55
Australia	1,00	-	657,48	-	22,28	0,02
Nueva Zelanda	0,00	-	2,50	-	0,07	-
TOTAL PAISES OCDE NO EUROPEOS	13.230,94	6,10	66.026,44	10,85	3.396,30	2,60
TOTAL OCDE	197.281,62	90,40	579.990,31	95,32	121.040,96	90,10
OTROS PAISES EUROPEOS	656,35	0,29	4.374,63	0,72	665,22	0,50
PARAISOS FISCALES (3)	7.589,47	3,37	5.592,57	0,91	3.687,69	2,77
PAISES AFRICANOS	155,04	0,05	119,77	0,02	533,13	0,40
PAISES ASIATICOS	15.244,17	5,1	70,32	0,01	1.131,38	0,80
LATINOAMERICA	907,14	0,40	8.352,20	1,37	1.892,78	1,42
ESPAÑA (4)	3.551,91	1,57	10.343,43	1,70	3.911,22	2,94
TOTAL	225.389,91	100,00	608.453,74	100,00	132.864,73	100,00

FUENTE: Registro de Caja del Banco de España.

- (1) Los datos no incluyen la inversión extranjera a corto plazo en entidades públicas españolas.
- (2) La inversión de cartera se ha ofrecido en términos brutos, ya que para muchos países las cifras netas arrojan un signo negativo, escondiendo en algunos casos un gran movimiento de compra-venta en valores españoles.
- (3) El bloque incluye los siguientes países: Bermudas, Panamá, Bahamas, Islas Caimán, Antillas Holandesas, Gibraltar e Islas Vírgenes.
- (4) Los datos se refieren a la inversión realizada por extranjeros residentes con aportación de divisas.

CUADRO 4.

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: DISTRIBUCION SECTORIAL (*)
(en millones de pesetas).

SECTOR DE ACTIVIDAD	ENE-JUN. 1988		ENE-JUN. 1987		ENE-JUN 1986	
	IMPORTE	% SOBRE EL TOTAL	IMPORTE	% SOBRE EL TOTAL	IMPORTE	% SOBRE EL TOTAL
0. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.	6309.25	1.71	8216.69	3.10	3357.30	1.60
1. Energía y agua.	16274.77	4.41	783.98	.30	1586.50	.76
2. Extracción y transformación de minerales no energéticos y productos derivados. Industria química.	30022.84	8.13	88764.80	33.51	23665.00	11.26
3. Industrias transformadoras de los metales. Mecánica de precisión.	24881.47	6.74	32983.34	12.45	102138.30	48.61
4. Otras industrias manufactureras.	71034.83	19.23	17662.23	6.67	21305.50	10.14
5. Construcción.	2705.49	.73	360.52	.14	134.10	.06
6. Comercio, restaurantes y Hostelería. Reparaciones.	33017.43	8.94	57524.82	21.72	27581.20	13.13
7. Transportes y Comunicaciones.	6301.78	1.71	1226.48	.46	1235.90	.59
8. Instituciones financieras, seguros, servicios prestados a las empresas y alquileres.	172206.05	46.62	54877.29	20.72	27361.70	13.02
9. Otros servicios.	6656.00	1.80	2495.75	.94	1755.20	.84
TOTAL.	369409.91	100	264895.91	100	210116.70	100

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores.

(*) Según la clasificación Nacional de Actividades Económicas (Decreto 513/1974 de 9 de agosto).

CUADRO 4 bis.

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA POR BLOQUES DE SECTORES (en porcentaje sobre el importe total autorizado).

SECTORES	ENE-JUNIO 88	ENE-JUN. 87	ENE-JUN. 86
Sector Primario	1.71	2.57	1.60
Sector Secundario	39.23	53.06	70.83
Sector Terciario	59.06	44.37	27.57
TOTAL.	100	100	100

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores.

CUADRO 5.
 PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: DESTINO POR COMUNIDADES AUTONOMAS
 (en millones de pesetas).

COMUNIDAD AUTONOMA	ENE-JUN. 1988		ENE-JUN. 1987		ENE-JUN. 1986	
	IMPORTE	% SOBRE EL TOTAL	IMPORTE	% SOBRE TOTAL	IMPORTE	% SOBRE TOTAL
ANDALUCIA	31199.19	8.45	12785.99	4.83	9186.15	4.37
ARAGON	8916.51	2.41	3871.67	1.46	2138.10	1.02
ASTURIAS	946.45	.26	298.48	.11	734	.35
BALEARES	5084.27	1.38	2719.48	1.03	3096.87	1.47
CANARIAS	6065.56	1.64	4062.66	1.53	4913.50	2.34
CANTABRIA	1357.91	.37	1231.25	.46	532.60	.25
CASTILA-LA MANCHA	994.81	.27	878.57	.33	5566.90	2.65
CASTILLA-LEON	1468.81	.40	2890.02	1.09	310.80	.15
CATALUÑA	72477.07	19.62	58795.03	22.20	25736.10	12.25
EXTREMADURA	370.05	.10	389.50	.15	4328	2.06
GALICIA	1557.87	.42	1459.99	.55	5710.90	2.72
LA RIOJA	1316.27	.36	433.98	.16	17	.01
MADRID	179167.64	48.50	82571.93	31.17	33380.58	15.89
MURCIA	985.53	.27	394.30	.15	97.40	.05
NAVARRA	2256.92	.61	123.15	.05	1180.20	.56
PAIS VASCO	4939.57	1.34	12696.43	4.79	6844.90	3.26
VALENCIA	8737.64	2.37	3753.82	1.42	3693.10	1.76
VARIAS	41567.84	11.25	75539.66	28.52	102649	48.85
TOTAL	369409.91	100.00	264895.91	100.00	210116.10	100.00

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL.

CUADRO 6

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: DATOS CRUZADOS POR PAIS Y SECTOR DE ACTIVIDAD. PRIMER SEMESTRE DE 1988.

(en millones de pesetas)

PAISES	SECTOR DE ACTIVIDAD (*)										TOTALES
	SECTOR 0	SECTOR 1	SECTOR 2	SECTOR 3	SECTOR 4	SECTOR 5	SECTOR 6	SECTOR 7	SECTOR 8	SECTOR 9	
FRANCIA	22.60	2002.65	1606.73	2731.29	3351.21	301.64	7278.80	1011.21	10725.33	868.51	29899.97
BELG.LUX.	27.98	0.00	9984.55	164.50	396.36	117.74	1824.96	2.25	1375.24	40.50	13934.08
PAISES BAJ	1345.65	5.00	966.83	4671.88	14987.37	215.30	3433.79	21.62	66857.16	1310.48	93815.08
R.F.ALEMAN	1043.03	162.30	739.34	1743.06	559.62	9.35	1711.91	2328.72	1220.27	547.09	10064.69
ITALIA	8.39	0.00	93.75	266.36	450.03	23.00	792.62	320.00	3831.48	14.66	5800.29
REINO UNID	231.44	0.00	2173.17	3730.38	5873.14	109.86	4580.95	56.20	30500.99	359.44	47615.57
IRLANDA	0.00	2.10	0.01	0.00	0.00	0.00	31.32	0.00	35.90	1.10	70.43
DINAMARCA	56.21	0.00	18.01	0.00	598.00	9.00	305.41	203.99	1794.58	0.49	2985.69
GRECIA	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.63	0.00	0.00	0.00	0.73
PORTUGAL	113.25	0.00	0.00	0.00	182.72	0.00	213.38	0.00	21.61	0.00	530.96
TOTAL CEE	2848.65	2172.05	15582.39	13307.47	26398.45	785.89	20173.77	3943.99	116362.56	3142.27	204717.49
NORUEGA	299.93	0.00	5.59	407.00	0.00	0.00	52.55	199.96	243.13	10.00	1218.16
SUECIA	11.60	0.00	33.67	84.94	67.00	0.00	65.92	199.00	3291.95	15.69	3769.77
FINLANDIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.49	92.82	0.00	285.30	25.60	405.21
SUIZA-LIEC	967.36	114.80	1196.86	3164.35	463.74	1441.21	2968.29	133.71	24239.36	325.05	35014.73
AUSTRIA	75.50	0.00	0.00	0.00	0.25	10.00	13.50	1.00	43.92	0.00	144.17
TURQUIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.38	0.00	0.00	0.00	0.38
TOTAL PAISES OCDE EUROPEOS NO COMUNITARIOS	1354.39	114.80	1236.12	3656.29	530.99	1452.70	3193.46	533.67	28103.66	376.34	40552.42
EE.UU.	39.10	24.00	572.95	1098.70	1145.38	19.80	2444.65	60.21	1940.96	28.23	7373.98
CANADA	0.00	8.88	596.16	0.00	0.02	0.00	1.50	0.00	69.83	0.00	676.39
JAPON	0.00	0.00	4610.71	1635.42	900.00	0.00	141.21	103.05	144.36	353.00	7887.75
AUSTRALIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.47	0.00	0.10	0.00	2.57
NUOVA ZELANDIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.98	0.98
TOTAL PAISES OCDE NO EUROPEOS	39.10	32.88	5779.82	2734.12	2045.40	19.80	2589.83	163.26	2155.25	382.21	15941.67
TOTAL OCDE	4242.14	2319.73	22598.33	19697.88	28974.84	2258.39	25957.06	4640.92	146621.47	3900.82	261211.58
PARAISOS FISCALES	344.07	0.81	134.22	0.10	356.57	24.99	2488.85	41.16	12648.11	1217.40	17256.28
OTROS PAISES EUROPEOS	368.90	0.00	0.00	0.00	3.66	0.10	34.65	0.00	320.62	54.50	7824.3
PAISES AFRICANOS	5.69	0.00	1.80	0.00	1.00	96.34	193.73	6.32	48.61	0.00	353.49
PAISES DE LATINOAMERICA	212.11	7.50	8.41	9.30	55.46	90.80	279.10	341.82	1302.81	8.42	2315.73
PAISES ASIATICOS	0.00	13946.71	0.00	8.33	0.00	1.20	897.00	0.00	326.20	8.11	15187.55
ESPAÑA	1136.34	0.02	7280.08	5165.86	41643.30	23367	3167.04	1271.56	10938.23	1466.75	72302.85
TOTAL	6309.25	16274.77	30022.84	24881.47	71034.83	27054.9	33017.43	6301.78	172206.05	6656.00	36940.991

CUADRO 7

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: DATOS CRUZADOS POR PAISES Y COMUNIDADES AUTONOMAS. 1er. SEMESTRE DE 1988.

(en millones de pesetas)

PAIS	COMUNIDAD AUTONOMA														VARIOS	TOTALES			
	GALICIA	ASTU- RIAS	CANTA- BRIA	EUSKA- DI	CAST- LEON	ARAGON	RIOJA	NAVA- ARRA	CATALUNA	MADRID	CAST- MANCHA	VALENCIA	BALEA- RES	ANDALU- CIA			EXTREMA- DURA	MURCIA	CANARIAS
FRANCIA	0.00	0.00	58.40	613.14	101.49	2804.14	0.00	409.76	6278.92	15324.81	0.00	2122.50	542.60	1225.87	36.32	101.50	41.80	238.72	29899.97
BELG-LUX.	0.00	0.00	0.02	170.00	170.37	0.00	0.00	20.00	10281.70	2432.03	0.00	136.18	135.12	438.52	0.00	20.62	129.52	0.00	13934.08
PAISES BAJ	0.10	0.00	0.00	205.19	125.00	0.00	1050.00	178.58	28948.74	60731.39	0.00	67.28	38.33	2061.76	0.00	0.00	15.00	393.71	93815.08
R.F.ALEMÁN	0.00	0.00	240.00	225.41	1.90	635.68	0.00	63.38	2355.06	1708.28	699.00	429.62	1917.58	849.83	0.00	36.66	664.09	238.20	10064.69
ITALIA	5.50	0.00	9.70	129.90	0.00	14.00	11.00	926.34	3995.51	0.00	0.46	104.21	10.28	258.11	49.96	0.00	74.32	196.00	5800.29
REINO UNID	122.12	579.50	232.56	1696.24	40.45	1000.00	0.00	850.00	2858.13	18149.17	133.14	1616.92	1023.78	15303.36	0.00	611.74	1696.54	1701.92	47615.57
IRLANDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.40	11.61	0.00	10.06	2.97	6.58	0.00	0.00	38.81	0.00	70.43
DINAMARCA	0.00	0.00	9.00	0.01	541.49	0.00	0.00	0.00	42.49	310.20	0.00	0.30	170.50	671.70	0.00	0.00	1240.00	0.00	2985.69
GRECIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.63	0.00	0.73
PORTUGAL	28.77	0.00	0.00	0.24	1.50	0.00	0.00	0.00	97.00	84.71	0.00	0.00	0.00	8.74	140.00	170.00	0.00	0.00	530.96
PAISES CEE.	156.49	579.50	549.68	3040.13	982.20	4453.82	1061.00	1536.72	51788.78	102747.71	832.60	4487.07	3841.16	20824.47	226.28	940.62	3900.71	2768.55	204717.49
NORUEGA	181.87	0.00	0.00	0.00	0.00	201.50	0.00	0.00	10.41	421.19	0.00	241.00	0.00	63.18	0.00	0.00	99.01	0.00	1218.16
SUECIA	1.84	0.00	0.00	28.84	0.50	0.00	0.00	0.00	13.30	3485.68	0.00	66.50	11.65	160.96	0.00	0.00	0.50	0.00	3769.77
FINLANDIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	39.99	0.00	1.00	0.00	339.35	0.00	0.00	22.88	1.99	405.21
SUIZA-LIEC	77.07	0.00	160.97	9.86	0.00	378.00	0.00	720.20	5277.97	23915.19	0.01	754.01	472.89	1044.46	35.00	6.45	308.35	1854.30	35014.73
AUSTRIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.95	5.75	0.00	24.65	1.00	0.00	0.00	1.72	110.10	0.00	144.17
TURQUIA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.38
PAISES OCDE EUROPEOS NO COMUNITARIOS	260.78	0.00	160.97	38.70	0.50	579.50	0.00	720.20	5303.01	27867.80	0.01	1087.16	485.54	1607.95	35.00	8.17	540.84	1856.29	40552.42
EE.UU.	176.43	6.74	0.00	120.60	56.63	0.00	0.00	0.00	1159.08	4810.49	0.00	256.79	71.89	193.25	0.00	35.26	477.02	9.80	7373.98
CANADA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.24	605.45	0.00	0.00	0.00	69.70	0.00	0.00	0.00	0.00	676.39

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CUADRO 7 (CONT.)

PAIS	GALICIA	ASTU- RIAS.	CANTA- BRIA.	EUSKADI	CAST- L.EON.	ARAGON	RIOJA	NAVARRA	CAVA- LITA.	MADRID	CAST- MANCHA	VALENCIA	BALPA- RES.	ANDALU- CIA.	EXPRE- MADRID.	MURCIA	CANA- RIAS.	VAIDOS	TOTALES
JAPON	0,00	0,00	0,00	0,00	142,71	0,00	0,00	0,00	6134,16	1521,77	0,00	0,00	12,00	7,25	0,00	0,00	0,00	69,86	7887,76
AUSTRIA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	2,47	0,00	0,00	0,00	0,00	2,57
NUOVA ZELANDA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,38	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,38
PAISES OCDE NO EUROPEOS	176,43	6,74	0,00	120,60	199,34	0,00	0,00	0,00	7294,48	6935,69	0,00	256,79	85,99	272,67	0,00	35,26	477,02	79,66	15941,67
TOTAL OCDE	593,70	586,24	710,65	3199,43	1182,04	5033,32	1061,00	2256,92	64386,27	127594,20	832,61	5331,02	4410,69	22705,09	261,28	984,26	4913,57	4704,50	261211,58
PAISES FISGALES	254,15	14,50	0,00	50,03	6,00	0,00	0,00	0,00	1309,80	10263,02	105,80	189,36	270,43	4680,88	0,00	0,48	111,67	0,00	17296,28
OTROS PAISES EUROPEOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	353,34	10,09	0,00	361,90	53,00	3,00	0,00	1,00	0,10	0,00	782,43
PAISES AFRICANOS	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	80,22	18,16	0,00	34,55	35,65	160,73	0,00	0,00	24,15	0,00	353,49
LATINOAMERICA	194,10	342,50	0,00	16,00	26,75	14,70	0,00	0,00	125,66	1221,44	11,70	21,25	6,62	252,10	0,00	0,00	82,91	0,00	2315,75
PAISES ASIATICOS	1,00	0,00	0,00	0,00	21,50	0,00	0,00	0,00	273,23	14097,82	0,00	533,60	21,31	202,39	0,00	0,00	36,50	0,20	15187,55
ESPAÑA	514,82	3,21	647,26	1674,08	232,52	3868,49	255,27	0,00	9943,55	16002,91	44,70	1765,96	286,51	3195,00	108,77	0,00	891,66	36863,14	72902,85
TOTAL	1557,87	946,45	1357,91	4939,57	1468,81	8915,51	1316,27	2256,92	72477,07	179157,64	994,81	8731,64	5084,27	31139,19	370,05	985,53	5065,56	41567,84	369409,91

• Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores.

CUADRO 8

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: DATOS CRUZADOS POR
COMUNIDADES AUTONOMAS Y SECTOR DE ACTIVIDAD.

PRIMER SEMESTRE DE 1988

(En millones de pesetas)

COMUNIDAD	SECTOR DE ACTIVIDAD (*)										TOTALES
	SECTOR 0	SECTOR 1	SECTOR 2	SECTOR 3	SECTOR 4	SECTOR 5	SECTOR 6	SECTOR 7	SECTOR 8	SECTOR 9	
ANDALUCIA	1000.02	2.46	447.90	927.01	2202.03	258.47	2936.86	93.91	19023.34	4307.19	31199.19
BALEARES	59.35	0.00	22.16	1.00	3.56	7.50	1000.94	1531.50	2252.04	206.22	5084.27
CAST-MANCH	770.39	0.00	91.84	6.58	0.00	0.00	20.00	0.00	100.00	6.00	994.81
VARIAS	0.00	0.00	853.10	1750.00	35255.55	710.75	179.70	874.49	1944.25	0.00	41567.84
GALICIA	194.10	0.00	23.67	11.08	639.47	0.00	172.30	0.00	517.25	0.00	1557.87
EUSKADI	0.00	0.00	2774.20	535.98	945.01	0.00	673.84	2.25	8.29	0.00	4939.57
CAST. LEON	65.99	7.50	159.37	378.61	681.63	0.00	135.96	0.00	39.75	0.00	1468.81
MADRID	969.33	14069.59	5743.54	8321.15	3582.10	721.29	13721.23	2854.09	128000.38	1184.94	179167.64
NAVARRA	170.00	0.00	552.70	1095.58	396.70	0.00	41.94	0.00	0.00	0.00	2256.92
ASTURIAS	0.50	0.00	0.18	579.50	3.03	0.00	0.00	332.50	30.74	0.00	946.45
LA RIOJA	0.00	0.00	0.00	0.00	233.17	0.00	1083.10	0.00	0.00	0.00	1316.27
CANTABRIA	87.30	0.00	159.00	675.96	0.00	0.00	425.95	0.00	0.00	9.70	1357.91
MURCIA	29.16	0.00	0.00	14.56	206.21	0.00	595.18	100.00	40.42	0.00	985.53
VALENCIA	1323.32	0.00	186.14	407.47	2799.14	11.70	2952.57	31.81	850.23	175.26	8737.64
CANARIAS	276.41	31.92	15.00	224.21	1369.36	187.12	1233.09	168.75	2500.83	58.87	6065.56
EXTREMADURA	102.50	0.00	36.32	49.96	108.77	0.00	37.50	0.00	35.00	0.00	370.05
CATALUÑA	1260.88	2163.30	17296.72	4905.64	21739.10	808.66	6678.96	312.48	16603.51	707.82	72477.07
ARAGON	0.00	0.00	1661.00	4997.18	870.00	0.00	1128.31	0.00	260.02	0.00	8916.51
Total	6309.25	16274.77	30022.84	24881.47	71034.83	2705.49	33017.43	6301.78	172206.05	6656.00	369409.91

(*) Según clave de la C.N.A.E.

Fuente: Dirección General de Transacciones Exteriores.

CUADRO 9

PROYECTOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA SEGUN EL TIPO DE OPERACION (MILLONES DE PESETAS)

TIPO DE OPERACION	ENERO-JUNIO 1988			ENERO-JUNIO 1987			ENERO-JUNIO 1986		
	Importe	% sobre el total	Incremento respecto período anterior (en %)	Importe	% sobre el total	Incremento respecto período anterior (en %)	Importe	% sobre el total	Incremento respecto período anterior (en %)
Constitución	46.661,85	12,63	124,49	20.785,60	7,85	65,81	12.536	5,97	65,81
Compra de acciones	105.674,45	28,61	-18,42	129.538,80	48,90	81,18	71.498,30	34,03	81,18
Ampliación de capital	166.798,80	45,15	64,79	101.220,70	38,21	-18,58	124.313,60	59,16	-18,58
Total sociedades	319.135,10	86,39	26,87	251.545,10	94,96	20,73	208.347,90	99,16	20,73
Sucursales y establecimientos comerciales	33.361,50	9,03	149,88	13.350,70	5,04	654,79	1.768,80	,84	654,79
Préstamos asimilados a inversión directa	16.913,31	4,58	-	-	-	-	-	-	-
Total Sucursales y préstamos	50.274,81	13,61	276,57	13.350,70	5,04	654,79	1.768,80	,84	654,79
TOTAL	369.409,91	100	39,45	264.895,80	100	26,07	210.116,70	100	26,07

FUENTE: Dirección General de Transacciones Exteriores.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CUADRO 10

PROYECTOS DE INVERSION DIRECTA POR CLASE DE APORTACION. PRIMER SEMESTRE DE 1988

(En millones de pesetas)

CLASE DE APORTACION	IMPORTE	% SOBRE TOTAL
Pesetas ordinarias	71.709,46	19,41
Total capital interior	71.709,46	19,41
Aportación dineraria exterior	216.859,35	58,70
Reservas	2.736,03	,74
Cuentas Actualización	2.990,35	,81
Préstamos financieros	636,72	,17
Préstamos comerciales	1.590,29	,43
Acciones	62.997,96	17,05
Fusiones	7.639,19	2,07
Inmuebles	1.785,27	,48
Equipo Capital	2,30	,00
Asistencia técnica	3,00	,00
Otros	459,99	,12
TOTAL CAPITAL EXTERIOR	297.700,45	80,59
TOTAL	369.409,91	100

FUENTE: Dirección General de Transacciones Exteriores.

CUADRO 11

RENDIMIENTOS Y LIQUIDACIONES DE INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS
(En millones de pesetas)

PERIODO	INVERSION BRUTA (A)	DESINVERSION (B)	INVERSION NETA (C)	(R) / (A)	RENDIMIENTOS (D)	(D) / (C)
1985	193.700	29.500	164.200	15,23	78.702	47,93
1986	321.200	73.000	248.200	22,73	111.562	44,95
1987	443.600	122.100	321.500	27,52	128.678	40,02
ene-jun. 1987	194.235	35.203	159.032	18,12	38.753	24,36
ene-jun. 1988	295.532	70.477	225.055	23,85	92.117	40,93

FUENTE: Registro de Caja del Banco de España.

CUADRO 12

INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA: DISTRIBUCION POR CLASE DE VALOR (EN MILLONES DE PESETAS)

PERIODO	INVERSION BRUTA				TITULOS DE DEUDA				INVERSION TOTAL BRUTA Y NETA
	Acciones	Participaciones en Fondos de In- versión Mobilia- ria	PUBLICA		PRIVADA		Bruta	Neta	
			A corto plazo	A largo plazo	A corto plazo	A largo plazo			
1987	1.487.728,23	308,02	172.757,79	123.943,19	8.248,28	45.339,74	1.838.325,25	545.899,35	
% sobre to- tal bruto	80,93	0,01	9,39	6,74	0,45	2,47	100	29,69	
ene-jun. 1987	584.084,61	86,03	12.566,86	54.092,14	66,63	13.674,87	650.896,27	296.357,81	
% sobre to- tal bruto	89,73	0,01	1,93	8,31	0,01	2,10	100	45,53	
ene-jun. 1988	548.907,30	758,68	176.911,90	46.512,47	11.843,39	72.047,57	856.981,31	229.742,84	
% sobre to- tal bruto	64,05	0,09	20,64	5,43	1,38	8,41	100	26,81	

FUENTE: Registro de Caja del Banco de España.

NOTAS DE UNA EXPERIENCIA EN UNA FEDERACION REGIONAL DE CAJAS
DE AHORROS. REFLEXIONES SOBRE LA DIMENSION DE LAS CAJAS DE
AHORROS ANTE EL RETO DEL MERCADO UNICO EUROPEO.

Agustín GARMENDIA IRIBAR
Secretario General Técnico
Federación de Cajas de Ahorros
Vasco-Navarras.

I N D I C E

- A) Notas de una experiencia en una Federación Regional de Cajas de Ahorros.
 - A.1. Aspectos institucionales
 - A.2. Principales actividades
 - a) Punto de encuentro, estudio y contraste de los máximos responsables de las Cajas.
 - b) Representación común ante diversas instituciones.
 - c) Centro de estudios económico-financieros de carácter regional.
 - d) Centro coordinador de relaciones financieras con la Comunidad Autónoma.
 - e) Diversas actividades conjuntas.
 - A.3. Sociedades conjuntas promovidas por la Federación.
 - a) Consorcio de Inversiones INVERKA.
 - b) SERINOR, Servicios Informáticos.
 - c) SERVATAS, Valoraciones y Tasaciones.
 - d) BIHARKO, Asesoramiento de Fondos de Pensiones.
 - e) ZIURKO, Correduría de Seguros.
 - f) Compañía de Vida y Pensiones.
 - A.4. Comentario-resumen.
- B) Reflexiones sobre la dimensión de las Cajas de Ahorros ante el reto del Mercado Unico Europeo.
 - 1. Tamaño versus rentabilidad.
 - 2. Banca al por mayor versus Banca al por menor.
 - 3. Expansión territorial.
 - 4. Resultados y solvencia.
 - 5. Posible impacto de las fusiones.
 - 6. Cooperación.
- C) El estudio Mckinsey para las Cajas de Ahorros Vascas.

A) Notas de una experiencia en una Federación Regional de Cajas de Ahorro

A.1. Aspectos institucionales

La Federación de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras fue constituida en el año 1924. Ya en aquella lejana época, los máximos responsables de las Cajas sintieron la necesidad de enfocar de forma común la problemática que afectaba a las instituciones que regentaban y por ello constituyeron la Federación Vasco-Navarra. No conformes con ello, quisieron extender sus inquietudes a -- otras Cajas de España y a su iniciativa, se convocó ----- en Madrid , la Asamblea de Cajas españolas donde nació la Confederación. En los actuales momentos de encrucijada de decisiones para las Cajas de Ahorro, reflexionar estos antecedentes históricos debe servir, sin duda, para reafirmar que las Cajas como entidades con una naturaleza peculiar, por su carácter social y su vinculación territorial, han de buscar sus propias vías para afrontar el reto del cambio y de la innovación financiera.

Ocho Cajas de Ahorro han constituido y constituyen en la actualidad la Federación Vasco-Navarra, cuya sede social radica desde sus orígenes en Vitoria-Gasteiz. Son estas Cajas: la Caja de Ahorro Municipal de Vitoria, la Caja de Ahorro Provincial de Alava, la Caja de Ahorro Municipal de Pamplona, la Caja de Ahorro de Navarra, la Caja de Ahorro Municipal de San Sebastian, la Caja de Ahorro Provincial de Guipuzcoa, la Caja de Ahorro Municipal de Bilbao y la Caja de Ahorro Vizcaina. Todas ellas Cajas de Ahorro de fundación pública y tamaños diferentes, desde los 60.000 millones de pts. de R. Ajenos de la más pequeña hasta los 305.000 millones de pts. de R. Ajenos de la más grande. En su conjunto las ocho Cajas de la Federación alcanzan, a 30.6.88, un volumen global de R. Ajenos de 1.393.100 millones de pts. (11% del total de España), con una red de 900 oficinas y una plantilla global próxima a 6.000 empleados. En cuanto a cuota de mercado, las Cajas Vasco-Navarras ocupan una posición predominante en su zona de actuación con cuotas próximas al 50%

A pesar del tiempo transcurrido desde su constitución, los objetivos de la Federación mantienen en la actualidad su plena vigencia. Son estos:

- a) La ayuda mutua de las Cajas integrantes en el cumplimiento de la importante misión que deben realizar en la sociedad.
- b) Ostentar la representación de las Cajas federadas, a nivel individual y colectivo, ante los poderes públicos unificando su colaboración con los mismos, así como representarlas ante toda clase de entidades y organismos.
- c) Procurar la captación, defensa y difusión del ahorro y orientar las inversiones de las Cajas Federadas dentro de su respectivo ámbito de actuación territorial.
- d) Promover y coordinar la prestación de servicios técnicos y financieros.
- e) Potenciar y estimular la actuación conjunta de las Cajas federadas, en orden a optimizar sus recursos, disminuir costos y mejorar la prestación de los servicios financieros.

Los Estatutos de la Federación recogen como principio básico el respeto a la autonomía e independencia de cada Caja miembro de forma que las decisiones de la Federación afecten a cada Caja en tanto en cuanto sean asumidas por sus órganos de gobierno. La Ley 31/1985 que regula los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros, ha sido el primer texto normativo que ha regulado a las Federaciones Regionales. Con posterioridad a la misma, diversas normativas de Comunidades Autónomas han regulado también de forma expresa este tipo de instituciones.

A.2. Principales actividades

A partir del año 1980 se dota a la institución de la Federación Vasco-Navarra de un esquema orgánico y de una estructura propia de actuación. Señalemos las principales actividades que la Federación ha desarrollado en esta última época.

- a) Punto de encuentro, estudio y contraste de los máximos responsables de las Cajas

Con un esquema regular de reuniones mensuales, la Federación Vasco-Navarra se ha transformado en un punto de encuentro al máximo nivel de los Presidentes y Directores Generales de --

las Cajas de Ahorros Vasco-Navarras. En dichas reuniones se ha llevado a cabo un detallado seguimiento de cuanto ha acontecido en el mundo económico-financiero y se han contrastado los diferentes puntos de vista ante los diversos e importantes problemas y decisiones que han afectado a las Cajas de Ahorros.

Este sentido de grupo ante problemas comunes es, en definitiva, la razón de ser de la Federación.

b) Representación común ante diversas instituciones

La Federación ha aglutinado la representación de las Cajas ante una diversidad de instituciones.

Cabe señalar que principalmente ha actuado como su representante ante los responsables económicos y financieros de la Comunidad Autónoma y su Gobierno y todo ello en una época en que las Comunidades Autónomas han comenzado a desarrollar sus competencias normativas y de control sobre las Cajas de Ahorros. De esta forma se ha complementado a nivel regional, la función de representatividad que la Confederación Española desarrolla ante el Ministerio de Economía y el Banco de España.

Al mismo tiempo, la Federación ha aglutinado los intereses de sus Cajas miembros ante la Confederación, en cuyo Consejo de Administración existe una representación de carácter rotativo, que cada año es desempeñado por una Caja. En este sentido, ha jugado un papel de información y planteamiento, en una doble dirección Cajas \longleftrightarrow Confederación.

Cabe también señalar que la Federación ha actuado como representante ante otras instituciones: Corporaciones Locales, Organizaciones patronales y sindicales, Cámaras de Comercio, Asociaciones de Consumidores, otros grupos financieros, etc...

c) Centro de estudios económico-financieros de carácter regional

Como centro de estudios, la Federación Vasco-Navarra ha desarrollado un doble programa de estudios internos y de estudios externos.

El programa de estudios internos es de elaboración propia del departamento de estudios de la Federación, para su propio --servicio, así como para sus Cajas miembros. Cabe señalar, a título indicativo los siguientes estudios internos: informes en relación con los presupuestos generales de la Comunidad Autónoma, seguimiento de la política monetaria y financiera del Banco de España y del Ministerio de Economía, informes de coyuntura de carácter regional, informe de gestión comparada, estudios sobre costos de transformación, estudios sobre nuevos proyectos, informes específicos sobre hechos relevantes que afectan a las Cajas,...

El programa de estudios externos ha sido elaborado en colaboración con grupos de estudios externos al mundo de las Cajas, eligiendo en cada caso aquellas personas o institutos que se han considerado mas convenientes. Cuatro grandes líneas se han desarrollado en este programa de estudios externos:

- Línea de coyuntura económica del consumidor: este informe presenta con carácter semestral los resultados de un sondeo entre las familias de la Comunidad Autónoma con objeto de obtener los indicadores de la evolución de la situación económico familiar.
- Línea de informes sectoriales: serie de estudios referidos a sectores industriales caracterizados por el predominio - en su seno de las Pymes y por ser sectores con amplio grado de implantación en el ámbito de actuación de la Federación y con potencial de crecimiento.

- Línea de Financiación de la Economía Vasca: en esta línea de estudios financieros regionales se han elaborado diferentes estudios, "El Ahorro en la Comunidad Autónoma del País Vasco" (1985), "Determinantes del Ahorro Familiar" (1986) y "La Financiación de la Pequeña y Mediana Empresa" (1987).
- Línea de estudios monográficos, siendo los más significativos las Tablas Input-Output (1982), el Estudio de la Vivienda (1983), el "Dinamismo Empresarial del País Vasco en los años 80" (1987) y en la actualidad se está llevando a cabo un nuevo estudio de la Vivienda, dados los grandes cambios que en estos recientes años ha experimentado el sector de la vivienda.

d) Centro Coordinador de relaciones financieras con la Comunidad Autónoma

La Federación ha aglutinado el enfoque y la respuesta de las Cajas a los diferentes requerimientos de colaboración financiera que ha planteado en estos últimos años la Comunidad Autónoma. En este sentido conviene señalar los diferentes convenios de colaboración financiera que se han suscrito:

- Convenio de Vivienda, de carácter anual desde 1983 y con importes anuales para las Cajas superiores a 10.000 millones de pts. y cuyo objeto es aportar los fondos financieros que posibiliten el desarrollo de los programas de vivienda, principalmente de viviendas de protección oficial.
- Convenio pymes y establecimientos comerciales, de carácter anual desde 1983 y con importes anuales para las Cajas superiores a 6.000 millones, cuyo objeto es arbitrar una línea de financiación de carácter específico para la promoción de inversiones productivas en pymes y establecimientos comerciales.
- Convenio de relanzamiento excepcional, desarrollado en el trienio 85-87 y con importe global para las Cajas de 5.000 millones, con una línea financiera subvencionada y parcialmente avalada para las empresas pertenecientes a los sectores acogidos al plan de relanzamiento excepcional desarrollado por el Gobierno Vasco.

- Convenios específicos ante las situaciones excepcionales - originadas como consecuencia de las inundaciones por lluvias torrenciales, tanto de agosto de 1983 como de julio de 1988.

Junto a estos convenios de colaboración financiera, la Federación ha jugado un papel activo en la instrumentación de la política de endeudamiento de la Comunidad Autónoma, desde el año 1982, desarrollando diferentes emisiones bien de carácter institucional computable, bien de suscripción pública de carácter general que ha promovido el Gobierno Vasco.

Asimismo ha sido impulsor de un acuerdo global de condiciones financieras que se aplica a todas las instituciones de la Administración Pública del País Vasco y que afecta a todas las entidades financieras operantes en la zona; este acuerdo señala las condiciones financieras a aplicar en cada período, tanto a las operaciones pasivas como activas.

Por último, conviene indicar que la Federación ha jugado un papel impulsor en el desarrollo de los instrumentos financieros de la CEE. Así, recientemente se han puesto en marcha un conjunto de préstamos globales de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, al haber sido declarados los tres territorios del País Vasco, zonas prioritarias CECA.

e) Diversas actividades conjuntas

A nivel indicativo, ennumeramos algunas de estas actividades desarrolladas en distintas áreas de actuación:

- lanzamiento de productos conjuntos, como las cédulas hipotecarias 6k.
- Organización y desarrollo de visitas de trabajo de los miembros del Consejo General (Presidentes y Directores) a las Cajas de Ahorros alemanas (1986) e italianas (1988).
- Formación de los empleados de las Cajas, bien con conferencias para directivos (IVA, Acta Unica Europea, Innovación Financiera) como con seminarios específicos (La formación en las Cajas de Ahorros Alemanas, La función de control en entidades financieras).
- Actuaciones en el campo de comunicación e imagen, con la publicación de una Memoria anual de la Federación y el desarrollo de una campaña publicitaria institucional conjunta dirigida a la opinión pública en general. La Federación

cuenta con su propio pequeño gabinete de prensa.

- Actuaciones en áreas específicas de interés como el apoyo al desarrollo de un Centro de Intercambio y Compensación Electrónica de carácter regional, la participación en la Comisión de apoyo al desarrollo futuro de la Bolsa de Bilbao,...

A.3. Sociedades conjuntas promovidas por la Federación

a) Consortio de Inversiones INVERKA

Tiene por objeto actuar como mediador, asegurador y tomador, en nombre y para sus Cajas miembros, en los mercados de títulos valores, pagarés de empresa y préstamos-créditos sindicados.

El órgano operativo de actuación está constituido por la Comisión de responsables de operaciones activas de las Cajas miembros con un responsable de gestión, que es el Jefe de Servicios Financieros de la Federación. Por esta comisión se han acordado los criterios de prorrateo en las suscripciones, de reparto de comisiones, de rotación de agencias,...

b) SERINOR, Servicios Informáticos

Esta sociedad inició sus actividades en marzo de 1983 y cuenta en la actualidad con una estructura de 41 personas para realizar su objeto social de prestación de servicios informáticos en el área de software.

La actividad de Serinor se dirige en la actualidad un 75% a las Cajas y un 25% al exterior. Las principales actividades desarrolladas han sido las de: diseño y desarrollo de proyectos, estudios de oportunidad sobre nuevas actividades, estudios sobre situación real y posibilidades de nuevas tecnologías, selección de personal informático, formación, instalación de paquetes-producto y comercialización de productos propios (medios de pago).

c) SERVATAS, Valoraciones y Tasaciones

La sociedad, constituida en octubre de 1984, ha alcanzado un buen grado de desarrollo en el corto tiempo transcurrido.

En base a la estructura de un reducido equipo propio de -- técnicos que dirigen la actividad de 57 tasadores externos en ejercicio libre de su profesión, tanto en su sede central en Bilbao, como en las sucursales de Alava y Guipuzcoa, así como en otras capitales del Estado, Servatas se ha -- transformado, con sus 14.000 tasaciones/año, en una de las sociedades más importantes a nivel estatal.

d) BIHARKO, Asesoramiento de Fondos de Pensiones

En septiembre de 1985, y con bastante antelación a la Ley de Regulación de Planes y Fondos de Pensiones (Ley 8/1987- de 8 de junio), se constituyó Biharko, Asesoramiento y Gestión de Fondos de Pensiones, con participación mayoritaria de las ocho Cajas Vasco-Navarras, y Gesinca como socio minoritario y asesor técnico.

Biharko se creó por la inquietud existente en los ámbitos económicos y sociales de nuestra zona de actuación, en relación con temas como la reforma de la Seguridad Social y los Fondos de Pensiones; se consideró que era preciso crear un instrumento adecuado a nivel regional, que desarrollara en el futuro todos los aspectos relacionados con la previsión social privada. Se planteó una estrategia que combinase las ventajas de economías de escala y la fuerza de actuación conjunta con la existencia de actuaciones comerciales de cada una de las Cajas en este segmento de mercado.

e) ZIURKO, Correduría de Seguros

En base a la puerta abierta por el R.D. 1300/86 de 28 de Junio, en el sentido de que las personas jurídicas que carezcan de la condición de mediadores privados pueden ser socios de las corredurías de seguros, en Julio de 1987 se constituyó esta Correduría de Seguros, con participación mayoritaria de las Cajas y minoritaria de Gil y Carvajal,-

primera correduría de seguros española.

El objeto social de la Correduría es la promoción, mediación y asesoramiento de cualquier modalidad de seguro privado, para su distribución a través de las oficinas de las Cajas de Ahorros.

f) Compañía de Vida y Pensiones

En julio de 1988, el Consejo General de la Federación ha adoptado el acuerdo de poner en marcha una Compañía de Seguros de Vida y Pensiones, de carácter instrumental para las Cajas de la Federación.

Esta compañía desarrollará productos de seguros relacionados con el riesgo vida, así como productos de seguros de ahorro o de carácter fundamentalmente financiero. Complementará las prestaciones de riesgo que puedan requerir los Planes de Pensiones y de acuerdo con la legislación vigente, actuará como sociedad gestora de todo tipo de planes y fondos de pensiones.

A.4. Comentario-resumen

Tal y como hemos intentado señalar en las notas anteriores, una Federación Regional tiene un amplio campo de actuación para apoyar a sus Cajas miembros en su desarrollo presente y futuro; teniendo siempre presente que la Federación no es un fin en sí mismo, sino un medio al servicio de las Cajas que la componen.

Actividades institucionales, de representación común, de estudios, de coordinación financiera, de formación, de impulso de sociedades comunes, etc.. constituyen un objeto de gran interés para impulsar y apoyar una Federación de carácter regional.

Todo ello con el enfoque de complementar las actividades que la Confederación Española lleva a cabo a nivel estatal.

Conviene también señalar que la existencia de una competencia directa entre las Cajas miembros de la Federación, en un mismo territorio de actuación, limita las posibilidades de colaboración, en las áreas que inciden en la gestión comercial.

B) Reflexiones sobre la dimensión de las Cajas de Ahorros antes el reto del Mercado Unico Europeo

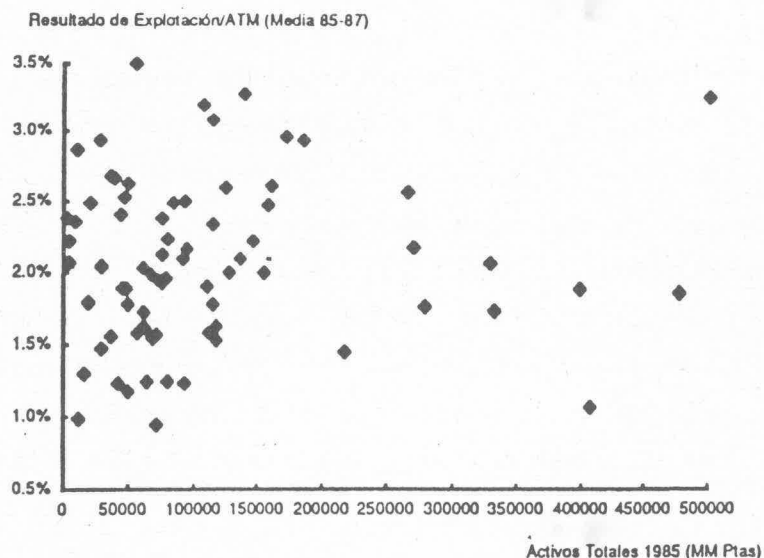
Existe unanimidad al considerar que el Mercado Unico Europeo, con el establecimiento del libre movimiento de capitales y personas y con el libre acceso a la distribución de productos y servicios, llevará a las instituciones financieras hacia un entorno competitivo - mucho más difícil que les obligará a dotarse de unos niveles de solvencia y eficacia en el servicio gradualmente superiores.

Ante esta inmediata realidad ¿qué perspectivas se abren en general para las Cajas de Ahorros españolas? ¿pueden afrontar con su dimensión actual el reto que se les presenta, con garantías de éxito? -- Conviene reflexionar sobre estos interrogantes.

1. Tamaño versus rentabilidad

La dimensión de una entidad financiera no es un fin en sí mismo sino una consecuencia de la estrategia elegida en función del mercado en el que ha decidido desarrollar su actividad; en definitiva es un medio, del que se dota una entidad financiera, para ofrecer adecuadamente los servicios financieros requeridos por su mercado.

El tamaño no es sinónimo de rentabilidad y eficacia en el servicio. Así, puede verse que no existe una evidente correlación entre la rentabilidad obtenida y el tamaño de las Cajas de Ahorros españolas



Existen en muchos países de Europa, Cajas de reducido tamaño relativo que han sabido definir una estrategia que les permite obtener un considerable nivel de rentabilidad. Así, por ejemplo, - en Alemania conviven Cajas de diferentes tamaños con niveles de rentabilidad adecuados: de menos de 100.000 millones de pts. de ATM hay 371 Cajas, de entre 100.000 millones y un billón hay 209 Cajas y de más de 1 billón hay 7 Cajas; como media tienen un nivel de costos de explotación sobre ATM de un 2% y un nivel de resultados netos sobre ATM de un 0,9%.

2. Banca al por mayor versus Banca al por menor

En el negocio bancario hay dos actividades claramente diferenciadas: la Banca al por mayor y la Banca al por menor.

En la Banca al por mayor, la necesidad de estar presente en todos los negocios y en todos los ámbitos, nacional e internacionales, y la necesaria capacidad de absorber grandes riesgos, hacen de la dimensión grande una característica imprescindible en este -- mercado. Podemos ver que en el protocolo de fusión del Banco de Bilbao-Vizcaya un objetivo principal es conseguir un Banco europeo e internacional para poder competir en el sistema mundial.

Partiendo de la realidad actual de la mayoría de las Cajas de -- Ahorros españolas, la Banca al por mayor presenta inconvenientes importantes: mercado muy competitivo y con rentabilidad decreciente, poca sinergia con el mercado tradicional de las Cajas, empeoramiento de la calidad de riesgo, necesidad de tamaño y presencia en los mercados internacionales, mayor complejidad organizativa y alto coste de la inversión para iniciar una estrategia competitiva desde cero.

No parece que para la mayoría de las Cajas de Ahorros lo más conveniente sea desarrollar una estrategia agresiva en la Banca al -- por mayor. Existen sin duda otras alternativas mas atractivas para las Cajas como incrementar la cuota en el crédito a particulares, potenciar el crédito vivienda, potenciar la relación con el comercio, desarrollar una estrategia activa en el sector de las -- Pymes y en el de los Organismos, potenciar los departamentos de -- Tesorería, crear consorcios para participar activamente en el mercado de capitales,...

El desarrollo de la Banca al por menor se presenta como una estrategia ad hoc partiendo de la realidad actual de las Cajas, dado -- que para ello lo que principalmente se requiere es disponer de -- una red de distribución muy capilar y con una gran cobertura del mercado en el que se quiere actuar.

Lograr una más amplia gama de productos y servicios, con unos niveles de costes de explotación menores, con un desarrollo informático y tecnológico del máximo nivel y todo ello con una capacidad de solvencia suficiente, constituyen un marco propicio para que -- las Cajas puedan afrontar adecuadamente el entorno competitivo futuro.

3. Expansión territorial

La vinculación territorial y los mercados locales y regionales -- son notas destacadas de las Cajas de Ahorros y esta característica las diferencia claramente de los grandes Bancos. Y esto no solo sucede en España, sucede también en diferentes países donde -- las Cajas de Ahorros detentan cuotas de mercado muy importantes:-- Alemania, Italia, Países escandinavos,... Excepcionalmente pueden existir algunas Cajas que prefieran ser como unos grandes bancos-nacionales, abandonando en parte su vinculación territorial.

La diferenciación es un elemento fundamental en una estrategia de marketing. Aunque parezca obvio, las Cajas deben ser Cajas y no -- Bancos y su vinculación territorial es una nota distintiva esencial en su naturaleza como Caja (Caja de Vizcaya, Caja de Alava, -- Caja de Asturias, Caja de Leon, Caja de Salamanca,...).

En la última Asamblea Ordinaria de la Confederación (Junio 88), -- el Ministro de Economía y Hacienda anuncio la próxima promulgación de una norma que va a liberalizar la expansión territorial de las Cajas de Ahorros españolas. ¿Es adecuada una expansión agresiva de la red de oficinas, por parte de las Cajas de Ahorros, fuera de sus tradicionales ámbitos de actuación?.

Si alguna nota distingue a España, es el de ser el país más "banca- -- rizado" de Europa, al ser su ratio de número de habitantes por oficina el más bajo de todos los países europeos; no debemos olvidar que ello tuvo mucho que ver con la gravísima última crisis bancaria que se ha producido en nuestra país.

CUADRO DE Nº DE HABITANTES POR OFICINA BANCARIA (año 1986)

Distintas Regiones de España	nº habitantes/ oficina	Distintos países de Europa	nº habitantes/ oficina
CANARIAS	1.735	PORTUGAL	6.383
MADRID	1.652	ITALIA	4.170
ANDALUCIA	1.438	FRANCIA	2.622
MURCIA	1.370	INGLATERRA	2.460
ASTURIAS	1.370	BELGICA	1.799
PAIS VASCO	1.312	HOLANDA	1.656
GALICIA	1.250	SUIZA	1.596
		ALEMANIA	1.366
EXTREMADURA	1.138	ESPAÑA	1.157
VALENCIA	1.087		
CANTABRIA	1.075		
CATALUÑA	925		
CASTILLA-LEON	922		
CASTILLA-LAMANCHA	914		
NAVARRA	827		
BALEARES	813		
ARAGON	801		
RIOJA	579		

Esta situación actual de la red de oficinas de entidades financieras en España hace realmente difícil una expansión territorial - vía red de oficinas, al menos una expansión agresiva de carácter general; todo ello en un entorno en el que la previsible disminución de los márgenes de intermediación financiera va a obligar - a una reducción importante de los ratios gastos de explotación/- volumen de balances. No deja de ser sorprendente que los Bancos - en su estrategia de fusión y fortalecimiento traten de trasladar - a las Cajas sus excedentes de red de oficinas.

¿Qué puede pasar cuando se establezca la libertad total de expansión territorial de las Cajas de Ahorros?. Posiblemente las Cajas más grandes harán un uso importante de esta posibilidad lo - que sin duda les apartará del resto de las Cajas en muchas áreas

de posible colaboración.

Asimismo, puede haber Cajas que vayan a expandir su ámbito territorial de forma considerable, lo que puede llevar a segmentar a las Cajas en diferentes grupos de colaboración, dado que ésta -- puede ser limitada entre Cajas que compiten directamente en un mismo territorio de actuación. Una expansión "selectiva" sería sin duda lo más conveniente, desde el punto de vista global del sector de las Cajas de Ahorros.

4. Resultados y solvencia

Analizando comparativamente las cuentas de resultados de las Cajas españolas con las de las Cajas europeas, se desprende que -- los resultados de explotación de nuestras Cajas son superiores a la media europea; ello se debe a que hasta el momento, las condiciones de mercado han permitido trabajar con unos márgenes financieros superiores a los europeos. Los tipos de interés han estado históricamente en España por encima del 10% y puede preverse en el futuro un mercado con intereses por debajo de este nivel. Las Cajas se verían perjudicadas de forma importante, dada su estructura actual de activo y pasivo; aunque a corto plazo la curva descendente de tipos de interés puede favorecer a las Cajas, en el largo plazo, la mayor sensibilidad a la reducción de los tipos de activo que de los tipos de pasivo provocará un estrechamiento del margen financiero.

Si esta estimación parece razonable, es evidente que lo que se plantea como necesaria, para mantener el nivel de resultados, es la racionalización de los gastos de explotación. Su nivel actual en el sistema bancario español es elevado, en comparación con -- los sistemas bancarios de otros países. (España 2,84% s/ A.T.M., Suecia 2,10%, G. Bretaña 2%, Alemania 2%, Holanda 1,8%, Austria-1,5%, Suiza 1,3%).

Ahora bien, esta reducción del nivel relativo de los gastos de explotación sobre volumen de balance hay que llevarlo a cabo al tiempo que se ofrece una gama más amplia de productos y servicios lo que requiere que nuestras Cajas dispongan de infraestructuras capaces de competir en un mercado financiero con un impresionante ritmo innovador.

Intimamente unido a este enfoque de la rentabilidad está la problemática de la solvencia de las entidades financieras y especialmente de las Cajas de Ahorros. Los requerimientos de obligaciones legales son cada vez más exigentes; valga como botón de muestra las recientes indicaciones del Banco de España sobre el cumplimiento total en el ejercicio 1988 de las dotaciones precisas para los complementos de pensiones del personal activo, exigencia que inicialmente se debía cumplir, de forma gradual, para finales de 1992. Las propias normas comunitarias van a exigir, en un próximo futuro, niveles de coeficiente de garantía bastante superiores a los actualmente vigentes en España.

Todo ello conduce a unos niveles muy importantes de Recursos propios, que en el caso de las Cajas de Ahorros deben provenir fundamentalmente de los beneficios generados en el negocio, dadas las limitadas posibilidades de las obligaciones subordinadas y de las cuotas participativas.

Ante este doble reto de rentabilidad y solvencia y de la necesaria capacidad de generar un nivel adecuado de recursos para competir en el mercado, las Cajas deben plantearse la cuestión de alcanzar una determinada dimensión, deben estudiar la conveniencia de las fusiones y deben buscar formulas eficaces de colaboración entre entidades con líneas de negocios y enfoques estratégicos similares.

5. Posible impacto de las fusiones

¿En qué áreas de actividad de las Cajas, puede una fusión significar un impacto económico positivo ?

- La racionalización de la red de oficinas, en Cajas que operan en un mismo territorio, puede tener un impacto económico significativo. No en balde, el coste de la red en las Cajas de Ahorros significa del orden del 30% en el nivel de los gastos de explotación totales.

Una racionalización de oficinas, puede significar una eliminación del solape de oficinas en zonas rurales donde las Cajas tengan mayoría absoluta o donde la densidad de habitantes por oficina bancaria sea muy baja; y también una eliminación del solape de oficinas urbanas donde las oficinas de las Cajas están muy próximas.

- También la racionalización de los servicios centrales puede tener un impacto económico positivo, dado que una parte importante del personal de las Cajas (del orden del 40%) se encuentra ubicado en los servicios centrales.

En estos servicios centrales existen departamentos y funciones, que no crecen con el incremento de negocio y que se encontrarían duplicados después de una eventual fusión.

- La eliminación de una competencia directa entre Cajas con un mismo ambito de actuación, puede suponer un ahorro importante por una política coordinada de precios tanto de activo como de pasivo y una reducción de la presión competitiva en los mismos.

Asimismo pueden presentarse ventajas importantes derivadas de un desarrollo conjunto de productos y una consecución de mayores tasas de penetración de determinados productos.

- En cuanto a sistemas e informática, muchas Cajas cuentan -- con entornos claramente compatibles a nivel de hardware y -- en cuanto al software existe una tendencia de emigración hacia entornos comunes más sofisticados. Una fusión puede conllevar ahorros significativos en desarrollo y mantenimiento de las aplicaciones, una racionalización del personal de -- apoyo, sistemas y explotación y un mejor aprovechamiento -- del hardware común.

Comparando la estructura de costes informáticos de las Cajas con instituciones más avanzadas en esta area, puede predecirse un aumento de la importancia relativa de los costes de software y desarrollo de nuevas aplicaciones; esta evolución implica un fuerte aumento previsible de la inversión -- informática destinada a estos conceptos, en los que, sin duda, existen importantes economías de escala.

- Con una situación de partida de Cajas con distintos niveles de cumplimiento de obligaciones legales y con distintos niveles de coeficiente de garantía, una fusión adecuadamente -- planteada puede significar una Caja resultante con una mejor situación global en este sentido, junto al aprovechamiento -- como recursos propios de la capitalización de los beneficios fiscales que pueden derivarse de una fusión.

Una cuestión global que se plantea es que gran parte de los -- beneficios derivados de una fusión se debe a una reducción de las necesidades de personal. ¿Pero qué hacer con el personal -- excedente o "redundancy", como dicen los ingleses?. El enfoque positivo y adecuado es la reasignación del personal excedente -- a actividades que generen un beneficio adicional: creación y -- potenciación de nuevos productos o servicios, diseño de campañas de lanzamiento, desarrollo de nuevos canales de distribu-- ción, desarrollo de nuevas aplicaciones, personal especializado en productos y segmentos concretos,....

También conviene señalar los riesgos que una fusión lleva consigo.

Dado el nivel de solapamiento existente entre los clientes de Cajas que actúan en un mismo ámbito de actuación, solapamiento que se da con mayor grado en el pasivo que en el activo, una -- fusión no planteada adecuadamente puede acarrear una pérdida -- significativa de cuota de mercado.

Es preciso acompañar la fusión con una serie de acciones para -- comunicar a los clientes las ventajas de la fusión en cuanto a mejoras en productos y servicios y reforzar la confianza de los mismos en la nueva entidad, para evitar o reducir al máximo el impacto económico negativo derivado del solape de clientes. Una fusión además de estar bien enfocada, tanto económica como -- estratégicamente, ha de llevarse a cabo de forma adecuada. Según datos sobre fusiones realizadas en U.S.A., solo una de cada tres fusiones dio un resultado igual o superior al esperado en términos de costo/beneficio; este porcentaje se mejora a -- una fusión de cada dos fusiones, cuando la dimensión de las en -- tidades a fusionar no es excesivamente grande y se trata de -- instituciones que trabajan en un mismo tipo de negocio.

C) El Estudio Mckinsey para las Cajas de Ahorros Vascas

Las Cajas de Ahorros Vascas, ante la problemática de dimensión y de desarrollo futuro, acordaron encargar a la consultora internacional Mckinsey un estudio cuyo objetivo era señalar el grado de integración más adecuado para estas entidades.

Este estudio se ha realizado a lo largo de este año 1988 por un equipo conjunto de especialistas de Mckinsey y técnicos de las Cajas Vascas y recientemente han sido expuestas sus conclusiones.

En una primera parte del estudio Mckinsey elaboró un diagnóstico en el que, entre otros aspectos, señalaba las amenazas relativas al mantenimiento de elevadas cuotas de mercado, la necesidad de reducción de los gastos de explotación sin penalizar el nivel de servicio sino al contrario ofreciendo una gama de productos más completa, los requerimientos legales cada vez más estrictos del Banco de España y de la normativa comunitaria, y las deseconomías derivadas de una intensa competitividad entre Cajas con un mismo territorio de actuación.

Todo ello en un entorno caracterizado por, la pérdida de protagonismo de los productos financieros tradicionales, la amenaza de una evolución creciente de competidores en productos e imagen, el entorno competitivo más difícil con la libertad de establecimiento y de movimiento de capitales que va a significar el Mercado Unico Europeo, la liberalización del ámbito territorial de actuación de las Cajas y en definitiva la previsible disminución de los márgenes de intermediación financiera.

En una segunda parte del estudio, Mckinsey valoró las alternativas básicas de los distintos grados de integración, analizando el impacto económico y las implicaciones estratégicas y organizativas de cada una de ellas. Las alternativas analizadas fueron fundamentalmente tres: el mantenimiento del status quo actual, las fusiones intraprovinciales dentro de cada territorio y la fusión global.

De todas formas, una fusión es una de las alternativas a consi
derar, pero no ciertamente la única.

6. Cooperación

Históricamente las Cajas han contado con instituciones de coo
peración importantes. No en vano hay que señalar el papel trans
cedental que ha desarrollado la Confederación Española de Ca-
jas de Ahorros desde su fundación hasta nuestros días; a mucho
menor nivel han actuado las Federaciones Regionales.

Esquemas similares existen en todas las Cajas europeas; en al-
gunos países como Italia predominando las instituciones de coo
peraciones nacionales (ACCRI, ICCRI) sobre las regionales (Fe-
deraciones), mientras que en otros países como Alemania predo-
minan las instituciones de tipo regional (Asociaciones y Lan--
desbank o Girocentrales) sobre las estatales.

Un enfoque adecuado de estas instituciones de cooperación pro-
prias de las Cajas, puede y debe jugar un papel de primera mag-
nitud en esta encrucijada de decisiones en que se encuentran -
las Cajas ante su futuro. Las Cajas deben dar una solución ge-
nuina al reto que tienen planteado y ello sin duda pasa por una
adaptación y un encaje adecuado de los instrumentos comunes de
cooperación.

Para ello conviene tener en cuenta que la existencia de una com
petencia directa entre Cajas puede limitar de forma importante
las posibilidades de colaboración, sobre todo en aquellas áreas
que inciden en la gestión comercial.

Las formulas de "Consortio" puede representar unas posibilida-
des de evolución futura significativas como vías para la inte-
gración de funciones y actividades financieras y operativas en
las que la actuación conjunta permite aprovechar posibles eco-
nomías de escala en beneficio de cada una de ellas y del con--
junto de ellas. Actividades como la creación de productos y --
servicios, el desarrollo de sistemas y nuevas tecnologías, la
optimización de la gestión financiera y de inversiones, el de-
sarrollo coordinado de las sociedades instrumentales, se pre-
sentan áreas clave para el desarrollo futuro de estas formulas
consorciales de cooperación; fórmulas que pueden permitir alcan-
zar una racionalización de las actividades y costes de ges--
tión sin implicar la supresión de las entidades que todo proce-
so de fusiones lleva consigo.

De los análisis realizados se ha derivado que las fusiones intraprovinciales llevan consigo un impacto económico favorable, de nivel significativo tanto para el conjunto de las Cajas como para las dos Cajas de cada territorio. La fusión global solo mejoraría marginalmente el impacto económico conseguible mediante las fusiones intraprovinciales.

Tener en cuenta el tipo de estrategia que las Cajas Vascas piensan desarrollar en el futuro, ha sido en opinión de Mckinsey fundamental para señalar el grado de integración que conviene adoptar. La fusión global sería una alternativa a considerar si se plantease una estrategia enfocada hacia la Banca al por mayor, o en el caso de una expansión territorial significativa fuera del País Vasco, alternativas ambas consideradas no idóneas en la situación actual de la mayoría de las Cajas Vascas.

Mckinsey ha considerado como modelo de integración más conveniente para la consecución de una posición fuerte en Banca al por menor - en el País Vasco, las fusiones de Cajas de cada territorio dos a dos, y el establecimiento de una cooperación institucional vía Consorcio, dentro de la cual las Cajas mantengan el respeto a los límites territoriales (cada Caja actuando en su provincia como sucede en la actualidad).

El Consorcio de Cooperación debe tener por objeto integrar la serie de funciones y actividades financieras y operativas en las que la actuación conjunta permita aprovechar posibles economías de escala y de capacidades, en beneficio de cada una de las Cajas y del conjunto de ellas, minimizando así los costes operativos y optimizando el nivel de servicio y rentabilidad. Las áreas inicialmente señaladas para la actuación del Consorcio de Cooperación serían las de desarrollo de nuevos productos y servicios, los sistemas informáticos y nuevas tecnologías y la optimización de la gestión financiera y de inversiones.

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

<u>Indice</u>	<u>Página</u>
USA: la difícil corrección del déficit fiscal	1
Los pragmáticos de Bush frente a los mercados	3
¿Conforman los extranjeros la política económica de Bush?	5
Boskin, el padre de la <u>flexible freeze</u>	8
Rodas: un nuevo realismo frente a 1992	10
Fricciones en la cúspide europea	12
Europa: ni fortaleza ni campo abierto	14
¿Son tan malos los " <u>Buyouts</u> "?	18
USA: La reforma bancaria y el problema de las S&Ls	22
S&Ls se defienden	24
Problemas para Nigel Lawson	29
La escasa ambición de la reforma fiscal sueca	31

USA: LA DIFICIL CORRECCION DEL DEFICIT FISCAL

(The New York Times - Herald, Edit.)

Cuando el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, advirtió la semana pasada que el déficit presupuestario de los / Estados Unidos "ha empezado a socavar los fundamentos de nuestra economía", las respuestas del presidente-electo y de sus colaboradores fueron más bien tópicas, e incluso displicentes. Pero el tema es demasiado importante para dejarlo ahí.

Bush dijo que estaba de acuerdo con Greenspan en que "el déficit es importante". James Wright, el speaker, demócrata, de la Cámara de Representantes, después de una larga conversación con / Bush, señaló que el presidente-electo "no se hace ilusiones" con el problema. Pero el Secretario del Tesoro, N. Brady, que será el portavoz gubernamental para temas económicos en la nueva administración, rechazó la creencia generalizada de que las alteraciones de los mercados financieros que han tenido lugar desde el día de las elecciones reflejen una falta de confianza en los planes fiscales de Bush. Es más: cuando se preguntó a la secretaria de prensa de éste, Sheila Tate, qué pensaba de las manifestaciones de / Greenspan, respondió, agresivamente, que "por cada economista que ustedes citen nosotros podemos presentarles otro que opina exactamente lo contrario". Pero los agentes cambiarios no parecieron / tranquilizarse con esas respuestas, pues hizo falta la acción coordinada de por lo menos una docena de bancos centrales para contener un nuevo deslizamiento del dólar.

El presidente-electo cree que, llegado el momento, el déficit se verá reducido a través de la "congelación flexible" del gasto y del incremento natural de los ingresos que resulte de una economía expansiva. No ha desvelado detalle alguno de política económica, / pero de la información de que se dispone puede deducirse que su estrategia no está a la altura del problema.

Las estimaciones oficiales son malas, y la realidad probable es peor aún. El Office of Management and Budget ha calculado que el déficit, en el año fiscal 1990, que empezará el 1 de Octubre, / será de 132 mil millones de dólares, suponiendo que no haya cambios en los programas previstos. Otras estimaciones autorizadas sitúan el déficit de ese año en 160 mil millones.

Ninguna de esas cifras tiene en cuenta en absoluto las decenas de miles de millones de dólares que harán falta para socorrer a las entidades de ahorro y préstamo, y para poner al día las tan peligrosas y descuidadas instalaciones que producen bombas atómicas. Tampoco incluyen las pérdidas de ingresos que han de resultar de las exenciones fiscales que Bush prometió durante su campaña electoral.

Pero aunque se acepte la estimación oficial, tan optimista, no hay duda que los 132 mil millones de déficit suponen un gran problema. La ley Gramm-Rudman-Hollings fija un límite de 100 mil millones al déficit posible para 1990, lo que significa que el Congreso y la administración deben encontrar 32 mil millones en forma de reducción de gasto o de nuevos ingresos. Si no es así, la ley exige recortes automáticos del gasto por ese importe, la mitad en defensa y la otra mitad en otros capítulos. Reducir 32 mil millones de un presupuesto de más de un billón de dólares puede parecer sencillo. Es el 3 por ciento. Pero tres cuartas partes de ese billón son intocables. Corresponden a los intereses de la deuda nacional, a la Seguridad Social y a los gastos básicos de defensa o a contratos ya firmados. / Todos los recortes posibles, pues, deberían realizarse en los restantes 250 mil millones, correspondientes a programas que ya han sido reducidos.

A la vista de unas reducciones de esas proporciones, es fácil entender que muchos expertos lleguen a la conclusión de que no habrá más solución que elevar los ingresos y, por consiguiente, los impuestos.

Poco puede hacer un presidente-electo antes de tomar posesión de su cargo. Pero si, como dijo el speaker Wright, Bush "entiende la realidad" del problema, sería positivo que compartiera con el público esa comprensión.

LOS PRAGMATICOS DE BUSH FRENTE A LOS MERCADOS

Leonard Silk, del New York York Times, escribe en el Herald lo siguiente.

El presidente-electo intentó los últimos días calmar las inquietudes de los mercados de valores y de cambios, pero éstos siguieron desconfiados y se negaron a dejarle en paz en su refugio de Florida. Ante el deslizamiento del dólar y de las acciones y / bonos, Bush surgió de entre las olas para decir que continuaría / la política de coordinación destinada a estabilizar los tipos de cambio.

Bush intentó tranquilizar asimismo a los mercados confirmando a Nicholas Brady en su actual puesto de Secretario del Tesoro. La elección fué contemplada como una prueba adicional de que la administración Bush se caracterizaría por su "pragmatismo". El presidente-electo había mostrado ya su predisposición en este sentido al designar como Secretario de Estado a James Baker, considerado como el pragmático por excelencia, después de las vueltas que dió para / acomodarse a las circunstancias durante el tiempo que estuvo en el Tesoro. El que fué su segundo en este departamento, Richard Darman, un hombre con ideas y de buena formación económica, profesor en la Harvard Business School, será nombrado, según se espera, director / del Office of Management and Budget. Por otra parte, el presidente del Consejo de Asesores Económicos de Bush será con toda probabilidad Michael J. Boskin, profesor de la Universidad de Stanford, considerado por sus colegas economistas como competente y pragmático.

Con este equipo tan realista, ¿por qué están nerviosos los mercados?. ¿Es que no les gusta el pragmatismo?. ¿Creen que éste puede ser útil para enfrentarse con los problemas inmediatos -pues sin duda es mejor que la rigidez ideológica- pero que no ofrece segurida-

des para la prosecución de una política a largo plazo susceptible de resolver los problemas fundamentales?. No se olvide a este respecto que algunos de esos protagonistas ocupaban ya el primer plano de la escena cuando se originaron los grandes déficit que hoy / tanto preocupan.

Una oportunidad para comprobar lo que puedan ser los acontecimientos futuros se presentará cuando se vea lo que va a ser el presupuesto para 1990, cuyo proyecto debe ser presentado por Reagan / en enero, para ser corregido, eventualmente, por Bush en marzo. Según la Gramm-Rudman Act, el déficit ha de disminuir hasta alcanzar los 100 mil millones en 1990, lo que exigiría una reducción de los gastos o un incremento de los ingresos de 40 a 50 mil millones de dólares.

Pero los mercados están preocupados no sólo por lo que vaya a ser la política fiscal de Bush y por cómo podrá eludir su compromiso de no elevar los impuestos, sino también por lo que pueda ocurrir en el campo de la política monetaria. Existe el temor, en efecto, / de que la economía se está recalentando en exceso, y de que esto / puede traducirse en una contracción monetaria y en una subida de / los tipos de interés. Steven Axilrod, vicepresidente de Nikko Securities y antiguo consejero económico de Paul Volcker, afirma que la inflación de Estados Unidos podría fácilmente llegar a ser del 5 ó 6 por cien el año próximo, frente al 4/5 por cien de este año.

Ante esta situación no sería nada sorprendente que la Reserva Federal, bajo la dirección del conservador Greenspan, adoptara una política más restrictiva, tanto como defensa contra la inflación / como para contener la caída del dólar. Esto significa mayores tipos de interés, y ésto es lo que inquieta a los mercados, pues sus repercusiones se harían sentir en los más variados campos, desde los bancos afectados por la Deuda del Tercer Mundo y las S&L en dificultades hasta todos esos proyectos, tan de moda, de absorciones o adquisiciones de empresas financiadas con créditos.

¿CONFORMARAN LOS EXTRANJEROS LA POLITICA ECONOMICA DE BUSH?

Con este título publica The Wall Street Journal del día 5 de Diciembre el siguiente artículo de Alan Murray.

En una entrevista previa a las elecciones, George Bush dejó claro que el déficit presupuestario no era en absoluto una de sus principales preocupaciones. "No creo que ese sea el primer problema económico", afirmó lisa y llanamente.

Ahora bien, desde que fué elegido, el 8 de Noviembre, apenas pasa un día sin que el presidente-electo exprese la determinación de enfrentarse rápidamente con el déficit. Sus asesores han dejado de lado otros temas económicos con el fin de concentrar su atención en la manera de contener la corriente de tinta roja que inunda el presupuesto.

¿A qué se debe este cambio?. Bush, de repente, ha tomado conciencia del que probablemente es el legado más comprometido de los años de Reagan. Como resultado del rápido crecimiento de la deuda exterior a partir de 1981, los Estados Unidos han cedido una parte apreciable del control de su economía a los inversores extranjeros. Estos disponen ahora del poder de asegurar la continuidad del crecimiento norteamericano o, por el contrario, de provocar una recesión. Todo indica, así, que Bush no debe echar en saco roto las indicaciones que reciba de tales inversores.

Las cifras apenas pueden ser más elocuentes. Desde 1979, los activos privados en manos de extranjeros (bonos del Tesoro y acciones de empresas norteamericanas) se han multiplicado por seis. Las necesidades anuales de capitales procedentes del exterior se han incrementado hasta alcanzar los 154 mil millones de dólares, y los Estados Unidos, que eran el primer acreedor mundial, con unos activos extranjeros netos de 95 mil millones, han pasado a tener unas /

obligaciones netas frente al exterior de más de 400 mil millones / de dólares.

Esta enorme acumulación de deuda ha conferido a los inversores extranjeros un papel cada día mayor en el futuro de Norteamérica./ Su poder se manifestó pronto tras la elección de Bush, a través de la caída del dólar y del inicio de una subida de los tipos de interés. El episodio, como ha dicho Paul Volcker, fué "una especie de advertencia" de que podrían presentarse problemas.

La advertencia, y valga la redundancia, fué perfectamente advertida por los asesores económicos del presidente-electo: James Baker, Nicholas Brady y Richard Darman. Los tres reconocen la fuerza cre--ciente de los inversores extranjeros. Los tres, por otra parte, saben que sólo hay un camino para reducir la adición del país al capital exterior: la eliminación progresiva del déficit fiscal.

La preocupación súbita de Bush por el déficit altera los ner--vios de algunos de sus fieles republicanos, que temen que todo ello pueda conducir a una subida impositiva. Tal es el caso del supply-sider Paul Craig Roberts, por ejemplo, que se quejaba hace unos días en el Washington Times de que "el director del presupuesto, Richard Darman, esté intentando dar prioridad al déficit presupuestario, si tuando este tema por encima del compromiso de no elevar los impuestos". También Stephen Bell, director de la oficina de Washington de Salomon Brotherd y asesor del senador republicano Pete Domenici, expresaba el temor de que las presiones para superar el déficit actuaran en favor de los demócratas, deseosos de que Bush aumentara los tributos.

Ahora bien, puede que Bush tenga pocas alternativas. Ha sentido ya el aliento de los inversores de fuera. Si no atiende los de--seos de éstos puede encontrarse con lo que la Brookings Institution llamaba recientemente una "huelga de dólares" (dollar strike). Es / decir, los inversores extranjeros podrían dejar de adquirir bonos / norteamericanos, el dólar podría bajar, los tipos de interés podrían subir y los Estados Unidos podrían entrar en una fase depresiva.

Paul Volcker apuntó los riesgos existentes hace pocos días ante la National Economic Commission: "no podemos evitar el hecho de que somos rehenes de la psicología de los mercados, que son los que orientan el sentido de los movimientos de capital, que ahora se dirigen más bien de fuera para adentro de los Estados Unidos. Pero / atención: no hay ninguna ley divina que diga que los capitales irán siempre en esa dirección".

El miedo a una huelga de dólares puede que no sea la única razón, ni siquiera la mejor razón, para preocuparse por la deuda exterior. Otro motivo de inquietud fué puesto de relieve recientemente en un informe del Council of Competitiveness, una asociación de destacados dirigentes empresariales, académicos y sindicales. "La devolución del principal, más los intereses, de la creciente deuda reducirá el nivel de vida de las próximas generaciones de norteamericanos", dice el informe. "Costará aproximadamente 2.600 dólares, en / promedio, a una familia de cuatro miembros, la devolución del principal de la deuda en que se ha incurrido sólo en 1987".

Una huelga de dólares es una preocupación más inmediata, aunque menos probable. Pero cuando -como sucede ahora- el sistema bancario incurre en pérdidas y las empresas están sobrecargadas de deudas, una nueva recesión podría resultar muy dolorosa. Además, los / instrumentos que habitualmente se utilizan para combatir una recesión podrían resultar de difícil aplicación. Con unos déficit fiscales importantes, la administración y el Congreso apenas podrían / pensar en estimular la economía con un incremento del gasto o con una reducción de los ingresos. Por otra parte, los posibles esfuerzos de la Reserva Federal para expandir la economía inyectando dinero se verían limitados por la necesidad de mantener los tipos de interés lo suficientemente altos para que resultaran atractivos para la inversión exterior.

En esas circunstancias, no hay duda que existiría el riesgo de que se produjera la peor crisis económica que el país ha vivido desde 1930, cosa que George Bush, por supuesto, procurará evitar.

BOSKIN, EL PADRE DE LA FLEXIBLE FREEZEThe N.Y. Times - Herald

Michael Jay Boskin, el respetado y ecléctico universitario conservador, que acaba de ser nombrado presidente del Consejo de Asesores económicos de Bush, ha escrito amablemente, pero críticamente, sobre la política económica de Reagan. Lo más probable, sin embargo, es que este profesor de Stanford, de 43 años, sea un buen colaborador del equipo en el poder.

Boskin trabajó intensamente con dicho equipo durante la -- campaña electoral, y se ganó la admiración de las principales figuras del mismo con la propuesta, políticamente inteligente, de una "congelación flexible" del presupuesto, que Bush hizo suya.

"Mi impresión", decía Boskin hace unos días, "después de -- la relación que he tenido con los colaboradores del presidente-electo, es que lo que desean es un asesoramiento de calidad, serio, en materia económica. Y no creo que la misión de un asesor sea hacer públicos los desacuerdos que puedan producirse en cuanto a las decisiones que adopte el presidente. Es éste el elegido; no yo". Aunque Boskin no hizo referencia a antecesores suyos en el puesto, la alusión parecía dirigirse claramente al que fue jefe de los asesores económicos de Reagan, Martin Feldstein, ahora nuevamente en Harvard, quien en su momento mostró públicamente su disconformidad, ocasionalmente, con la política de la Casa -- Blanca.

Boskin, nacido en Nueva York, estudió en Berkeley, California, durante los turbulentos años 60. Hoy, Stanford le distingue especialmente por haber creado un centro de estudios financiado por varias empresas en el que los estudiantes de economía, de administración de empresas y de ingeniería trabajan en temas de interés común.

Por lo demás, Boskin, conocido por su labor en materia de Hacienda Pública y de Seguridad Social, ha propiciado la adopción de presupuestos multianuales, cosa que Bush ha considerado interesante.

Hay que decir que su propuesta de una flexible freeze ha encontrado bastantes críticos. Lo que él sugirió fue que el gasto presupuestario, excepto la Seguridad Social, sólo subiera lo que la inflación, y que si lo gastado en alguna de las partidas crecía, el aumento debía ser compensado con una reducción en -- otros capítulos. También dijo Boskin que el crecimiento económico generaría ingresos suficientes para equilibrar el presupuesto en un período de cinco años.

Fuera de los seguidores de Bush y de la fraternidad de los supply-siders, los economistas dudan que aquella proposición vaya a funcionar debidamente. Esto es lo que ha dicho Moses Abramovitz, un ex-presidente de la American Economic Association. Pero -- Lawrence S. Summers, el profesor de Harvard que fue el primer -- asesor de Dukakis durante la campaña presidencial y que había colaborado con Boskin anteriormente, ha señalado que celebraba el nombramiento de éste. "La estridencia de George Bush, su retórica pre y post-electoral, hizo temer que había caído en manos de los supply-siders. Por esto, el nombramiento de un hombre prudente y convencional como Boskin ha de resultar tranquilizador". -- Summers, sin embargo, añadió esto: "Pero no me gustaría patinar sobre un lago flexiblemente congelado. Aún suponiendo que pudieran conseguir las reducciones del gasto que pretenden -cosa que no podrán- el resultado sería una Norteamérica más implacable, más cruel".

Como universitario, Boskin, en realidad, concibe los déficit como algo que necesita más que una simple congelación del gasto. "El déficit presupuestario fue la nota más negativa del programa económico de Reagan", escribió en un libro -Reagan and the Economy- publicado hace un año. Y en el último número del Journal of Economic Perspectives ha dicho: "Es probable que la reforma fiscal, en conjunto, haya resultado pro-consumo y anti-ahorro", una conclusión que contradice la opinión dominante sobre la reforma tributaria de 1986.

RODAS: UN NUEVO REALISMO FRENTE A 1992

(Financial Times, edit.)

La reunión de la cumbre comunitaria en Rodas, este fin de semana, marca la mitad del camino en el proceso de creación de un mercado único, razón por la cual debería constituir una buena oportunidad para una discreta celebración de los progresos - realizados hasta la fecha. Sin embargo, todo da a entender que los dirigentes de la CEE podrán sentirse satisfechos si consiguen llegar al término de los encuentros sin que se produzca alguna escaramuza.

La fuente más evidente de fricciones potenciales es la posición neo-gaullista de la Sra. Thatcher sobre el futuro desarrollo de la Comunidad. Pero no es sólo esto. Otros líderes, en -- efecto, se muestran cada día más nerviosos a propósito de los retos que la integración supone para los intereses y para las prerrogativas de sus respectivos países; en especial en materia de política económica.

También en el terreno industrial, sin embargo, la euforia va cediendo ante la sensación, cada día más real, de que habrá perdedores, aparte de ganadores, en 1992. Todo esto conduce a repetidas peticiones para que se establezcan medidas "transitorias" de protección, particularmente frente a Japón.

El mensaje diáfano es que la luna de miel de la CEE con -- 1992 está terminando. Lo más fácil del programa ha sido ya resuelto, y cabe pensar que en adelante los progresos serán más costosos. El mismo Jacques Delors se ha dado cuenta de ello. Hace sólo unos meses pretendía añadir aún más carga al vehículo unificador con aquello de la "dimensión social", así como con el banco central europeo. Ahora, en cambio, ya no habla del gran salto adelantan

te, y se refiere más bien al progreso paso a paso.

Este nuevo realismo debe ser bienvenido. El énfasis, ahora, debería ponerse en la superación de aquellos elementos que más - han de facilitar la acción de los mercados frente al obstruccionismo de la política. En este sentido, la principal prioridad debería dirigirse a la cumplimentación del compromiso de liberalizar los movimientos de capitales. La experiencia de Gran Bretaña sugiere que si el capital puede circular libremente se crean unas presiones irresistibles para la desregulación de los mercados financieros nacionales. Por lo demás, los riesgos de una mayor inestabilidad monetaria deberían ser contrarrestados con el desarrollo del Sistema Monetario Europeo y no con la imposición apresurada de nuevas estructuras institucionales tales como un banco central.

La CEE debe encontrar asimismo la fórmula para desmantelar efectivamente sus fronteras internas. Cualquier fracaso en este sentido supondría un serio contratiempo para la idea del mercado único, y le restaría el soporte popular. Este punto crucial ha adquirido relieve con motivo de las disensiones a propósito de las propuestas de Bruselas sobre la armonización fiscal. Pero debe encontrarse una solución, y ésta requiere una diplomacia imaginativa y una voluntad de compromiso, en especial por parte de la Comisión y de Gran Bretaña.

Lo que más se necesita, con todo, es que la CEE lleve a cabo una política comercial realmente competitiva frente al mundo exterior. La Comisión, en este aspecto, ha pecado de proteccionista, o por lo menos esto es lo que ha parecido. El mercado único no debe servir para elevar barreras frente al resto del mundo, - sino todo lo contrario. La CEE debe defender el multilateralismo, y la reunión de estos días en Rodas podría aprovecharse para dejar las cosas claras en esta materia, justo un poco antes de que lo haga el Acuerdo General en su reunión de Montreal, inmediatamente después.

FRICCIONES EN LA CUSPIDE EUROPEA

(Financial Times, edit.)

Al final, la cúspide de la Comunidad Europea en Rodas no habrá sido la reunión pacífica que se había previsto. En efecto, a pesar de que la presidencia griega y Jacques Delors habían hecho un esfuerzo para que el encuentro pasara casi desapercibido, surgió el tema del terrorismo irlandés y se produjo una violenta confrontación entre la Sra. Thatcher y los jefes de los gobiernos de Bélgica y de Irlanda a propósito de la extradición no consentida del cura Patrik Ryan. (...)

Fuera de esto, lo más importante de la reunión fue sin duda el comunicado conjunto sobre las relaciones del futuro mercado único con el mundo exterior. Resultó muy oportuno que, en la víspera de las reuniones del GATT en Montreal, los Doce declararan que el "mercado interno será un factor decisivo en la liberalización aún mayor del comercio internacional con base en los principios del Acuerdo General sobre reciprocidad y ventajas mutuas".

Si bien está abierto a diversas interpretaciones -como resultado inevitable del compromiso entre países librecambistas convencidos, como Gran Bretaña, Holanda y Alemania, por una parte, y países tradicionalmente más proteccionistas como Francia, España y Grecia, por otra- el mensaje, en su conjunto, ha de favorecer, indudablemente, la liberalización comercial. Aquéllos que - en Estados Unidos, Japón y el Tercer Mundo han expresado temores sobre una fortress Europe, celebrarán este mensaje como un punto de referencia básico de las negociaciones comerciales internacionales y de las disputas que puedan originarse en este contexto.

Dado el deseo general de evitar conflictos en Rodas, apenas puede sorprender que algunos de los puntos más controvertidos fueran discutidos sólo superficialmente. Sería erróneo pensar,

sin embargo, que los problemas no existen y que esa paz y esa concordia van a durar. La armonización fiscal, los temas sociales y los controles en frontera son temas que pueden enfrentar pronto a Gran Bretaña con otros países comunitarios y que requerirán una gran habilidad por parte de una presidencia española todavía sin probar.

EUROPA: NI FORTALEZA NI CAMPO ABIERTO.**"Le Monde".**

El artículo que se transcribe a continuación fué publicado en Le Monde el día 7 de diciembre. El autor, Jacques Mallet, es el Presidente de la Comisión de relaciones económicas exteriores del Parlamento Europeo.

Se habrá celebrado en Montreal la reunión "de mitad de camino" de las negociaciones comerciales del GATT llamadas "la Ronda Uruguay", que se iniciaron en Punta del Este en Septiembre de 1986. Participan en ella representantes de los 96 países adheridos al Acuerdo General Sobre Aranceles y Comercio y de la Comisión Económica Europea, así como en calidad de invitada, una delegación del Parlamento Europeo.

Esta reunión habrá sido importante para la continuación de las negociaciones, aunque no se esperaran de ella decisiones definitivas, salvo excepciones de limitado alcance (como, por ejemplo, en lo relativo a la apertura de mercados para los productos tropicales). Sobre todo, a reunión habrá sido el escenario de la confrontación entre los Estados Unidos y Europa, que habrá puesto a prueba la cohesión comunitaria, aunque el principio fundamental de la "globalidad" de las negociaciones excluya toda posibilidad de un acuerdo separado.

Sin entrar en el detalle de cada uno de los asuntos, extremadamente complejos, puede resultar aquí útil recordar algunas "ideas fuerza" que habrán servido para guiar a los europeos en este gran debate, trascendental en muchos aspectos y lleno de osibilidades para nuestras economías, nuestro crecimiento y nuestro empleo.

La primera de dichas ideas básicas es la extraordinaria importancia de los intercambios internacionales tienen para la

Comunidad Europea. Como primera potencia comercial del mundo, los 12 países comunitarios suponen el 21'9 por cien del comercio mundial, frente al 17,1% de Estados Unidos y el 9,7% de Japón. Esta situación obliga a la Comunidad a luchar por la liberalización de los intercambios de mercancías y de servicios. En este sentido, Europa no puede más que desear el mantenimiento y el desarrollo de un sistema multilateral abierto de intercambios comerciales y el reforzamiento de las reglas del GATT. Le interesa, pues, que la Ronda Uruguay sea un éxito, pues su fracaso socavaría el Acuerdo General, muro de contención frente al empuje del proteccionismo, de triste recuerdo. Europa, en efecto, tendría mucho que perder en unas guerras comerciales de las que, en realidad, todo el mundo saldría perdedor.

Imbuída por ese espíritu, la comunidad Europea ha tomado una parte muy activa en el progreso de la negociación, y sus representantes han presentado en todos los campos propuestas realistas y constructivas que confirman su voluntad de alcanzar soluciones. Nada justificaría, pues, un complejo de culpabilidad de su parte.

De todas las áreas industrializadas, la Comunidad es la más abierta y, se piense lo que se piense, lo será más aun en 1993, cuando el mercado único sea un hecho. La Comunidad, por consiguiente, no es y no será una fortaleza. La denuncia de una "fortaleza europea" constituye el tema de una propaganda indecente cuando procede de un reducto casi cerrado como Japón, y poco convincente cuando procede de ese otro bastión, menos cerrado pero bien protegido, que son los Estados Unidos de América.

La acusación de proteccionismo dirigida a la política agrícola común -cuya aceptación por los otros miembros del GATT hemos pagado bien cara- no debe hacer olvidar que la Europa de los Doce sigue siendo el primer mercado importador de produc-

tos agrarios. El importe de la ayuda concedida a sus agricultores -que son cuatro veces más numerosos y que trabajan sobre superficies cuatro veces menores- es inferior o análogo a las ayudas que, bajo formas diversas, reciben los granjeros norteamericanos.

No se olvide, además, que Europa no está constituida sólo por consumidores, sino también de productores, y que sus empresas y sus empleos no deben ser expuestos sin precaución a la competencia de países que se aprovechan sistemáticamente de un "dumping social" o que practican un comercio de Estado cuyos precios no tienen nada que ver con los del mercado.

Otra idea-fuerza: las concesiones deben estar equilibradas. Estamos obligados a constatar que algunos de nuestros interlocutores más importantes no practican siempre el libre-cambio que ellos mismos preconizan, ni respetan en toda ocasión, como nosotros, las reglas del GATT que prohíben las medidas unilaterales. La nueva legislación comercial norteamericana es, a este respecto, francamente preocupante. ¿Podrá la administración Bush, en la que confiamos, contener las tendencias proteccionistas del Congreso?.

En el sector agrícola, que es el que plantea problemas específicos y particularmente difíciles, querríamos esperar que los Estados Unidos y otros países exportadores se esforzaran en contener la producción de excedentes y en sanear los mercados, como lo hemos hecho nosotros de forma eficaz, pero dolorosas para muchos de nuestros 8 millones de agricultores.

Los norteamericanos no han hecho nada en ese sentido, o casi nada, al tiempo que proponían la eliminación total, de aquí al año 2000, de todas las subvenciones a la agricultura. Se trata de una posición poco realista, que no está de acuerdo con los principios definidos primero en Punta del Este, más

tarde en la OCDE. y después en las reuniones de los jefes de Estado y de Gobierno de los países industriales. Y, por lo demás, la "Farm Bill" y la "Trade Act" han aumentado sensiblemente las ayudas a la agricultura y a las exportaciones agrarias, sin contar con las ayudas -perfectamente legítimas- prestadas a los agricultores víctimas de la sequía. ¿Cómo podemos dejar de sorprendernos por esas contradicciones?

¿Y cómo podríamos otorgar a Japón, a los "pequeños dragones" asiáticos y a algunos países industrializados del tercer mundo nuevas concesiones comerciales sin obtener de ellos garantías de reciprocidad? Esta exigencia de reciprocidad no se aplica a los países menos avanzados, con los cuales la Comunidad debe mostrarse generosa. Esto es lo que hace ya, toda vez que su contribución a la ayuda mundial para el desarrollo alcanza el 30,3 por cien del total, mientras que la de Estados Unidos supone el 20,9% y la de Japón solamente el 11,9%.

La Comunidad no es ni será, insisto, una fortaleza. Pero tampoco debe ser un campo abierto a todos los vientos. Una Europa aperturista no ha de ser una Europa rendida, sin defensas y sin contrapartidas. La apertura necesaria a todo el mundo debe ser negociada con firmeza. Per esto es vital que los Doce utilicen una sólo voz, no sólo en Montreal sino a lo largo de toda la ronda Uruguay, hasta el final de ésta, en 1990.

Si los países comunitarios se dividieran, las negociaciones podrían resultar un desastre. Por esto, y a pesar de la existencia de diferencias de opinión entre ellos, los países comunitarios están condenados a actuar unidos.

¿SON TAN MALOS LOS "BUYOUTS"?
The N.Y. Times - Herald, edit.

Como melodrama, las idas y venidas de RJR Nabisco Inc. están resultando irresistibles incluso para gente del todo desinteresada de los negocios. La oferta de adquisición original de dicha empresa, por un importe de 17 m.m de dólares, hecha por los propios directivos de la misma, ha sido superada ya tres veces, hasta la última de First Boston Corporation, que ha ofrecido la increíble cifra de 26. m.m, por el gigante de la alimentación y del tabaco.

¿Sirven a algún fin útil esas enormes adquisiciones (leveraged buyouts), aparte de enriquecer a los ofertantes y a los intermediarios de Wall Street? Algunos analistas serios, como el mismo presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, se muestran preocupados por estimar que operaciones como la de RJR Nabisco pueden afectar negativamente a la economía norteamericana.

Algunas de las posibles preguntas al respecto -pero sólo algunas- obtienen respuestas tranquilizadoras.

Las empresas se endeudan enormemente en una operación de este tipo. En este caso, parece que el gran coste de los intereses ha de reducir su predisposición y su capacidad para invertir en investigación o en la creación de productos susceptibles de proporcionar prolongados rendimientos. ¿Es esto así?

Este temor está justificado, pero, en conjunto, el impacto probable sobre la investigación y el desarrollo es mixto. En el caso de RJR Nabisco, la nueva compañía tabaquera adquirida puede que tenga que abandonar el costoso esfuerzo que se ha estado realizando para comercializar los cigarrillos "sin humo" (smokeless) Premier. Casi con toda seguridad,

-

-

sin embargo, las divisiones alimentarias serán vendidas a empresas con grandes recursos y muy incentivadas para sacar el máximo rendimiento de su compra. Además, los leveraged buyouts liberan a los directivos de la necesidad de tranquilizar a los inversores institucionales, preocupados por los beneficios del próximo trimestre.

- Los accionistas obtienen buenas ganancias con esas adquisiciones. El precio de las acciones de RJR Nabisco ha casi doblado en un mes. ¿Pero qué ocurre con los empleados y con los poseedores de bonos?

Cuando se adquiere una empresa que se halla en una buena situación es muy raro que los nuevos propietarios despidan a los empleados. En algunos casos, una administración nueva y capaz sirve en realidad para consolidar el empleo.

Los poseedores de bonos no tienen tanta suerte. El endeudamiento adicional aumenta el riesgo de los bonos existentes y reduce su valor de mercado. Los tribunales deberán decidir si las compañías adquiridas tienen la obligación de reparar los daños financieros así ocasionados. De todos modos, debe tenerse en cuenta que los poseedores de bonos corren más riesgos por las posibles fluctuaciones de los tipos de interés que por las pérdidas potenciales derivadas de leveraged buyouts. Y por lo demás, emisiones recientes de bonos contienen una cláusula por la cual los poseedores de los mismos pueden recuperar su valor si las obligaciones de la empresa son objeto de reestructuración. Esto significa que los bonos seguirán siendo atractivos para muchos inversores, y que continuarán sirviendo para que las empresas se provean de recursos.

- Decenas de miles de millones de dólares están ahora comprometidos en operaciones de Leveraged buyouts. Siendo esto así, ¿quién pagará la construcción de nuevas fábricas?.

América se sentiría mucho mejor, en efecto, si se gastara más en ladrillos y en maquinaria. Pero el dinero de las adquisiciones no se esteriliza. En realidad se transfiere a las cuentas bancarias de los viejos accionistas, que son libres de reinvertirlo donde mejor les parezca.

- La siguiente pregunta no se refiere a las preocupaciones expresadas por Alan Greenspan. La enorme deuda privada, ¿no limitará la capacidad de la Administración para contener la inflación o para proteger al dólar elevando los tipos de interés?

Esto es preocupante. La ratio pagos por intereses/cash flow de las empresas se ha duplicado desde finales de los años 60. Si la Reserva Federal accionara el freno crediticio mañana, muchas empresas lo pasarían mal, sin duda. Pero estas quiebras serían menos entorpecedoras de lo que generalmente se cree. En las reorganizaciones consecuencia de las suspensiones de pagos, los acreedores pueden salir perdiendo, pero las empresas siguen operando. Además, el seguro federal de depósitos insulariza el sistema bancario frente a cualquier pánico potencial.

- Sea como fuere, ¿no podría todo el talento y toda la energía que ahora se dedican a la consecución de buyouts dirigirse a otros fines más constructivos?

Sí, con toda seguridad. Es la avaricia la que empuja todas esas operaciones. La inversión de unos pocos millones de dólares puede ser mucho más rentable cuando una empresa es reestructurada o vendida de nuevo. Pero el genio del capitalismo, cuando funciona, es convertir la avaricia privada en actividades socialmente aceptables. Al variar los incentivos de los administradores, muchos leveraged buyouts han supuesto la creación de empresas más productivas.

Desde luego, está justificado que se vigilen esas adquisiciones, e incluso que se sienta preocupación por ellas. Pero los esfuerzos que pueda realizar Washington en el sentido de cambiar la ley fiscal para desanimar el endeudamiento destinado a absorber empresas es probable que no sirvan más que para crear nuevos problemas. Y hasta que se demuestre fehacientemente que los leveraged buyouts son realmente perjudiciales para la economía, tales esfuerzos podrían resultar prematuros.

USA: LA REFORMA BANCARIA Y EL PROBLEMA DE LAS S&Ls**The Economist**

He ahí dos problemas delicados que podrían encontrar un desenlace durante la próxima presidencia. Ya sería hora. El año pasado, en efecto, el tema dominante en el Congreso fué el fracaso de los intentos dirigidos a derogar la ley Glass-Steagall, de 1933, por la que se establece la separación entre banca de negocios o de inversión (negociación y suscripción de valores) y banca comercial (créditos). Este asunto volverá a plantearse el año próximo, y si el Congreso sigue mostrándose hostil es probable que sean la administración o la Reserva Federal las que le encuentren una salida. Esta materia, con todo, es probable que deje de ser la más urgente y polémica en Washington, y que el primer lugar lo ocupen las elevadas pérdidas de las entidades de ahorro y préstamo (S&Ls) y su insolvente fondo de garantía de depósitos, el Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC).

Todo da a entender, en efecto, que este problema merecerá al fin la debida atención por parte de la administración, con la vista puesta en un programa en el que se trataría de determinar, a) la magnitud del daño; b) cómo pagar lo que se debe; y c) cómo asegurarse de que lo ocurrido no volverá a repetirse. Hasta ahora la administración había rechazado la idea de que el coste del cierre de los establecimientos enfermos se pagara con el dinero de los contribuyentes. Ahora, sin embargo, parece que el Tesoro ya admite la posibilidad de que así sea.

Las estimaciones, oficiales y privadas, de lo que pueda ser el coste de sanear las S&Ls aumentan continuamente, y algunos las situaban en 70 m.m. a últimos de octubre último. McKinsey, un consultor de empresas, calcula que a finales de 1989 el problema supondrá un gasto de 109 m.m de dólares.

Pero cualquiera que sea la cifra exacta, no hay duda que estamos ante el problema económico interno más importante con que deberá enfrentarse la administración Bush. Aunque sólo fueren los 50 m.m. calculados por el Federal Home Loan Bank Board, el rescate de las S&Ls en dificultades supondría una operación de más envergadura que la de New York City, Chrysler, Lockheed y Continental Illinois juntas. Por lo demás, es evidente que cualquier nuevo aplazamiento de la solución de este asunto podría provocar el pánico de los depositantes.

Por lo que se refiere a la reforma bancaria, lo más probable es que la solución que se intente en 1989 no consista en la abolición de la ley Glass-Steagall, dados los obstáculos que probablemente se seguirían encontrando en la Cámara de Representantes, reacia a dar facilidades a la gran banca. El camino puede ser ahora el de los reglamentos, a través de interpretaciones sutiles de la ley por parte de la Reserva Federal. Ya en octubre pasado cuatro bancos de Nueva York-Bankers Trust, Chase Manhattan, Citicorp y J.P. Morgan- solicitaron al FED autorización para suscribir y comerciar títulos, cosa que esperan conseguir. De momento creen casi seguro que podrán operar en bonos de empresas ya en enero, y que a últimos de 1989 podrían estar negociando acciones.

La cuestión radica ahora en que nadie objete el poder de la Reserva Federal para otorgar tales licencias. En este sentido se cita el precedente favorable de abril de 1987, en el que el FED concedió a los bancos comerciales una autorización limitada para negociar papel comercial, títulos con garantía hipotecaria y bonos municipales. A ésto se opuso la Securities Industry Association, enemiga de la abolición de la ley Glass-Steagall, pero sin éxito.

LAS S&Ls SE DEFIENDEN

The Wall Street Journal del día 21 de Noviembre publica el artículo que sigue. Su autor, Lawrence J. White, es uno de los tres miembros del Consejo del Federal Home Loan Bank.

El Federal Home Loan Bank Board, que regula las entidades de ahorro y préstamo (Which regulates the savings and loan industry); La Federal Savings and Loan Insurance Corp. FSLIC, su instrumento de garantía de los depósitos (its deposit insurance arm); y las propias entidades de ahorro y préstamo, han estado en las primeras páginas de los periódicos últimamente. Este artículo se propone aclarar diez puntos en relación con la actividad y con la situación de las entidades citadas.

- Cuando la FSLIC acude en ayuda de una entidad, ¿es para rescatarla o para ponerla de nuevo a flote?

La obligación de la FSLIC es proteger los depósitos asegurados. Cuando una entidad alcanza una situación de insolvencia, la manera más económica, normalmente, de hacer frente a tal obligación es la búsqueda por la FSLIC de un adquirente, al que aquella abona aproximadamente la diferencia entre el valor de los activos de la entidad insolvente y el de sus obligaciones. Esta solución es la que mejor preserva la imagen de la entidad y la que en mayor medida minimiza los daños, tanto para la comunidad como para los mismos depositantes. En los casos en los que esta solución no es posible -alrededor de un 20% de ellos- la mejor salida es la liquidación de la entidad, en cuyo caso los depósitos o bien son transferidos a otra o bien se paga directamente a sus titulares.

Los directivos y propietarios responsables de la situación de insolvencia no reciben ayuda alguna. Quedan, simplemente, fuera del negocio, salvo en el caso de que exista responsabilidad penal, en que son sometidos a juicio. El paralelismo que se ha establecido a veces con los casos de los rescates de Chrysler y de Lockheed -en los que administradores y accionistas

preservaron sus posiciones respectivas- es del todo inadecuado.

¿Podrían estas actuaciones calificarse como un rescate (bailout) de los depositantes? No exactamente. Un rescate implica en cierto modo la idea de un salvamento inesperado. Ahora bien, en nuestro caso la garantía de los depósitos estaba prevista de antemano. Es como si se tratara de un seguro contra incendios. En el supuesto de siniestro, la indemnización que el asegurado percibe no puede considerarse un rescate (bailout).

- Cuando la FSLIC liquida una entidad insolvente, ¿tardan mucho los depositantes en recibir el importe asegurado?

Cuando la FSLIC cierra una entidad insolvente, el dinero (principal e intereses hasta el día del cierre, hasta un importe de 100.000 dólares) de los depositantes asegurados está disponible el primer día laboral que sigue al cierre, y es abonado inmediatamente, previa presentación de los justificantes pertinentes. La experiencia de la FSLIC en tres casos recientes de entidades clausuradas en California es que más del 65% de los depositantes asegurados recibieron su dinero durante la semana que siguió al cierre, y que más del 90% lo hicieron no más allá de las tres semanas siguientes. Los únicos atrasos se produjeron por problemas de papeleo, en especial cuando agentes de depósitos (deposit brokers) han actuado como intermediarios.

Lo que acaba de decirse muestra que no está en absoluto justificada la precipitación que muestran los depositantes para percibir las indemnizaciones de la FSLIC, y constituye también una prueba de la solidez de las garantías ofrecidas.

- ¿Todas las entidades de ahorro y préstamo tienen problemas financieros?

En fecha 30 de Junio último, el 80% de las entidades de ahorro y préstamo eran solventes, según normas contables generalmente aceptadas (generally accepted accounting principles -GAAP),

y más del 70% obtenían beneficios. La ratio media capital/activos de las entidades solventes era de 5,08%. La minoría insolvente, sin embargo, tiene problemas graves, y el total de sus pérdidas supera con mucho los beneficios de la mayoría solvente.

- ¿Es inadecuada la estructura del Federal Home Loan Bank Board, y continúan sus entidades haciendo inversiones descabelladas?

La inadecuada reglamentación anterior fue una de las razones de los actuales problemas de la FSLIC, debidos a las inversiones inadecuadas de una minoría excesiva de sus entidades. Pero en los últimos cuatro años el FHLBB ha fortalecido su estructura legal, endureciendo los requisitos para el crecimiento de las mismas, mejorando los servicios de inspección, etc. Ningún sistema es perfecto, y todavía pueden producirse situaciones de insolvencia. Pero que nadie piense que Norteamérica está aún en este campo en los días alegres e irresponsables de 1983.

- Cuando las entidades de ahorro y préstamo pagan por los depósitos unos intereses excepcionalmente elevados, ¿lo hacen para atraer fondos destinados a inversiones de gran riesgo?

Esto es también una reliquia del pasado. Al principio de los años 80 los tipos no estaban controlados y, en efecto, algunas entidades atrajeron dinero que luego destinaron a inversiones poco seguras. Esto, hoy, es difícil que ocurra.

- Dado que muchas entidades continúan teniendo pérdidas, ¿se debe concluir que los esfuerzos del FHLBB no han servido para solucionar el problema?

Alrededor de las dos terceras partes de las pérdidas presentes son debidas a la desaparición de partidas del activo, consecuencia de las malas inversiones. El resto son pérdidas operativas, reflejo de la insuficiente rentabilidad de otros activos; es decir, en una palabra, que todo deriva de las malas inversiones del pasado.

- Dado que las estimaciones del volumen de las obligaciones de la FSLIC crecieron durante el año pasado, se puede pensar que el problema empeora. ¿Es realmente así?

Una causa importante del incremento de dichas estimaciones ha sido una mejor información sobre las pérdidas de activos de las entidades insolventes, así como una mayor experiencia para predecir las pérdidas que van a producirse. Las pérdidas de la FSLIC por lo que se refiere a estos activos vendrán determinadas por la evolución del mercado inmobiliario. Por lo demás a medida que la FSLIC va resolviendo casos de entidades insolventes, la hemorragia disminuye.

- Los adquirentes de entidades insolventes aportan muy poco capital propio, ¿verdad?

Esta crítica se basa en la comparación entre el capital del adquirente y los costes de la FSLIC. Pero esta comparación carece de significado. La obligación de la FSLIC es aproximadamente igual al volumen de insolvencia de la entidad. Las entidades pequeñas pueden ser muy insolventes, y las grandes pueden serlo sólo ligeramente. El capital del adquirente debe relacionarse con la dimensión de la entidad y con los riesgos inherentes, no con el volumen de la aportación de la FSLIC.

Debe tenerse en cuenta que la FSLIC promete a los adquirentes que cubrirá las pérdidas que puedan producirse en los activos adquiridos, lo que significa que la FSLIC retiene la mayor parte del riesgo. Consiguientemente, dado que los adquirentes no exponen demasiado, los capitales que debemos esperar que aporten son menores. Además, la mejor reglamentación, hoy, del negocio, explica también que los capitales puedan ser menores.

Los certificados de la FSLIC para financiar muchas de las adquisiciones de entidades insolventes, ¿no suponen la creación de nuevas obligaciones?

Al buscar adquirentes y emitir certificados para los mismos,

al objeto de que puedan financiar las adquisiciones, la FSLIC transforma sus obligaciones, pero no las crea nuevas.

- ¿No sería mejor solución para los problemas de la FSLIC liquidar todas las entidades insolventes?

Con fecha 30 de Junio había 497 entidades insolventes, con unos depósitos de más de 160 m.m. de dólares, casi todos asegurados por la FSLIC. La liquidación supondría unos pagos masivos a los depositantes. Paralelamente, los activos de esas entidades -principalmente préstamos para la adquisición de inmuebles (loans on real state)- pasarían a ser propiedad de la FSLIC, lo que requeriría asimismo una liquidación masiva, con el fin de obtener la mayor cantidad posible de dinero. Esto supondría una gran distorsión, aparte de que requeriría una gran infusión de fondos en la FSLIC. Creemos que nuestra actual política -consistente casi siempre en encontrar adquirentes para las entidades que necesitan ayuda- es mucho mejor.

El próximo Congreso y la administración Bush deberán determinar cómo la FSLIC deberá soportar la carga que supone la situación descrita, que según nuestros cálculos puede representar un gasto de unos 45 ó 50 m.m. de dólares. Los esfuerzos que se hagan en ese sentido no deberían verse gravados por la mala opinión que se tenga del Bank Board, de la FSLIC y del negocio de ahorro y depósito.

PROBLEMAS PARA NIGEL LAWSON

Financial Times, edit.

¡Cómo cambian los tiempos! No hace mucho, el Canciller del Exchequer era calificado como el padre del "milagro británico". Hoy, el mismo Canciller es criticado por haber asumido riesgos que han conducido a la crisis de la balanza de pagos. La verdad, sin embargo, es menos dramática: la euforia estaba injustificada ayer, y la desesperación está injustificada hoy.

El déficit por cuenta corriente de Octubre, de 2,4 m.m. de libras, fue el más elevado de la historia, para un mes. En los últimos seis meses, el déficit se ha mantenido a un nivel equivalente a una tasa anual de poco menos de 18 m.m. de libras, lo que es el doble de la cifra prevista por el ministro en su última previsión. Tal déficit supondría alrededor del 3,75 por cien del producto interior bruto, y sería proporcionalmente tan elevado como el de los Estados Unidos en su momento álgido.

El volumen de las importaciones (excluyendo las partidas erráticas) en los últimos tres meses se situó en más del 13 por cien por encima del nivel del año pasado. Mientras tanto, el volumen de las exportaciones a lo largo de los tres últimos meses ha sido un 7% superior al del tercer trimestre de 1987. Consideradas junto con la evolución de los beneficios de las empresas, esas cifras sugieren que es el crecimiento de la demanda, y no la falta de competitividad exterior, lo que explica el actual déficit corriente. En realidad, este déficit ha evitado que Gran Bretaña entrara en una fase de aguda inflación, y con un poco de suerte el mismo déficit puede hacer que la presión ceda, proporcionando el tiempo necesario para la elevación de los tipos de interés que permita la desaparición de la presión misma.

Por lo que se refiere a la respuesta del gobierno, puede decirse que éste ha estado acertado al concentrarse en el peligro de inflación. Por consiguiente, El Canciller hizo bien al elevar los tipos de interés, y también al insistir en que no se debe dejar que el tipo de cambio se deprecie. Por el momento puede estar contento

de que los más altos tipos de interés actúen principalmente sobre el pródigo sector personal, mientras la sólida situación financiera del sector empresarial puede permitirle proseguir la inversión. Con todo, no estará de más que vigile los acuerdos salariales, dada la evidente habilidad de los hombres de negocios para consentir incrementos inflacionistas de los salarios.

El Canciller no ha tenido últimamente la suerte que le acompañó hace unos meses, cuando pudo apuntarse -o le atribuyeron- los éxitos fáciles de los inicios de una etapa reactivadora. Pero, sea como fuere, no tiene sentido creer ahora que, sólo en medio año, el hombre que hizo saltar la banca de Monte Carlo se haya convertido en el responsable de una situación de quiebra.

LA ESCASA AMBICION DE LA REFORMA FISCAL SUECA

El artículo que sigue fué publicado en The Wall Street Journal el día 28 de Noviembre. Su autor es Gabriel Stein, / presidente de una firma consultora con sede en Estocolmo. /

Se dice con frecuencia que Suecia perdió la inocencia política con el asesinato del primer ministro Olof Palme, en 1986. Ahora bien, en cuanto a la economía, Suecia continúa siendo sorprendentemente inocente. Su candor se manifiesta en la certeza de que los / suecos están mejor pagados que los extranjeros y de que, en general, disfrutan de un nivel de vida superior al de los otros países. Los suecos, se dice, pueden estar pagando un poco más de impuestos, pero esto es ampliamente compensado por la mejor seguridad social, más comprehensiva que en ninguna otra parte.

La semana pasada, el gobierno sueco dió un gran paso en el / sentido de prolongar esa situación de ensueño, al anunciar una reforma fiscal destinada a convencer al electorado de que no debería pagar un precio tan alto por su filosofía. Pero la reforma anunciada fué más un esbozo que una propuesta específica. Se han citado / unas cifras: 60% de tipo marginal superior, y 30% como tipo básico, en el impuesto sobre la renta. Pero estas cifras no son definitivas, y se observan importantes lagunas en la propuesta. Tantas, que se / se puede ya decir que la reforma se queda corta si se quiere proteger a los suecos del amargo despertar que les espera como nación / que se niega a alinearse con la política económica que se practica en Europa de cara a 1992.

Incluso antes de que el ministro de Hacienda, Kjell-Olof Feldt, hiciera su anuncio, estaba claro en algunos círculos de la Suecia ideal que la famosa "tercera vía" pasaba dificultades. Este año, mi

firma ha hecho varios estudios comparando a suecos y extranjeros, éstos principalmente de otros países europeos. Estos estudios, hechos por encargo del centro de investigación Business and Industry Information Group, ofrecen más bien un panorama oscuro: si Suecia había sido un país con elevadas rentas y de fiscalidad media, ahora es -y lo seguirá siendo después de la reforma- un país con / rentas medias y alta fiscalidad. Esto a pesar de que la segunda / parte del mito sueco se ha convertido en una ilusión. En efecto, / la seguridad social sueca, en general, no es mejor que la de otros países.

Uno de nuestros estudios muestra que la media del salario neto del trabajador sueco se redujo en un 6% en términos reales, entre 1979 y 1986. Esto ocurrió a pesar de los apreciables incrementos salariales. La media salarial se elevó un 73% en términos nominales durante ese período. De hecho, el fuerte incremento de los / salarios obligó a Suecia a devaluar la corona dos veces: el 10% en 1981 y el 16% en 1982. El único país, entre los 14 de la OCDE estudiados, donde los trabajadores progresaron menos fué Dinamarca. En ocho de dichos países, los salarios netos se elevaron durante / el citado período. Esta evolución se debe a dos factores: primero, al hecho de que la inflación sueca siguiera siendo 2/3 puntos porcentuales más elevada que la de la media de la OCDE. Y segundo, a la circunstancia de que durante esos años, mientras otros países / rebajaban sus impuestos Suecia mantenía una tributación elevada. / Incluso después de la reforma, Suecia irá retrasada respecto a los países que han llevado a cabo auténticas reformas fiscales, tales como Estados Unidos y Gran Bretaña.

La reforma dista mucho de favorecer a los perceptores de rentas medias y bajas, que corresponden a los grupos de población que en principio merecen el mayor respeto de los Estados de bienestar social. Hasta que la reforma sea un hecho, en 1991, el trabajador sueco medio pagará el 35% de su renta bruta en forma de impuesto. Después de la reforma pagará el 30%. Contribuyentes equivalentes / de otros países, sin embargo, pagan ya menos que eso: una media del 15/20 por cien. Lo que es importante en todo ésto es que el 30% de

tipo básico no es suficiente para estimular el trabajo en horas extra. Por consiguiente, el sueco seguirá prefiriendo reparar él mismo los desperfectos domésticos antes que llamar a un extraño, y esto en razón de la carestía de la mano de obra.

En otro estudio comparamos algunos aspectos -la paga de los enfermos y los permisos por motivos familiares- de la seguridad social sueca y la de los países de la Comunidad Europea. La red de asistencia sueca no es peor que la de los países comunitarios, pero tampoco es mejor. Un trabajador italiano, belga o alemán percibe, si está enfermo, tanto como un trabajador sueco. Belgas, daneses, holandeses, británicos y alemanes ganan tanto como los suecos cuando se encuentran en permiso por razones de familia. Los suecos, eso sí, disfrutan de unos permisos más largos (que deben ser aún aumentados) y se estimula a los padres para que participen también de los mismos. Pero cuando se trata de los diferentes tipos de ayuda oficial concedida a las familias con hijos (donaciones, deducciones fiscales, / créditos), la situación de los suecos es inferior. Las familias belgas, danesas, francesas, holandesas y británicas reciben, en efecto, más ayuda en comparación con la renta disponible, que las familias suecas.

La reforma fiscal, hasta ahora, no ha abordado algunos de los capítulos importantes de la carga tributaria sueca, como son los impuestos sobre la riqueza y sobre las sucesiones. Los suecos pagan impuestos sobre el patrimonio más elevados que los de otros países de la OCDE. El tipo superior de este impuesto es en Suecia del 3%. Con Dinamarca y Finlandia en curso de informar este impuesto, sólo No ruela se acerca al tipo sueco, con un máximo del 2,3%. Tampoco, decíamos, se habla para nada del impuesto de sucesiones (inheritance tax). Una herencia relativamente modesta, gravada con un tipo medio del 8% en otros países de la OCDE, tributa el 15% en otros países nórdicos y el 32% en Suecia.

El impuesto sobre las mejoras del capital (capital-gains), un gravamen que interesa mucho a los inversores, apenas fué considerado por el ministro Feldt, por lo que se ignora cómo quedaría, exac-

tamente. Pero, desde luego, se puede asegurar que la reforma del mismo no convertirá a Suecia en un centro financiero competitivo. Hoy, antes de la reforma, los suecos tienen gravadas las plusvalías. Este viejo sistema desanima las actividades a corto plazo gravando plenamente los beneficios obtenidos dentro de un período de dos años, e incluso penaliza las operaciones realizadas después de más de dos años. Esto difiere de lo que se hace en otros países comprables, que no gravan las mejoras a largo plazo, si bien varían en cuanto a la definición de lo que sea el "largo plazo". Bajo el viejo sistema, un sueco pagará en impuestos alrededor del 30% de / las mejoras del capital.

El nuevo sistema no promete ser mejor para el inversor. El gobierno ha dicho ya claramente que quiere gravar más el capital y / menos las rentas; y aunque no se han hecho propuestas definidas, todo da a entender que se gravarán con el 30% todos los beneficios del capital, y que no habrá diferencias entre ganancias a corto y a largo plazo.

También debería subrayarse que el ministro Feltdt quiere financiar alrededor del 80% de su paquete fiscal a través de un aumento de los tipos de otros impuestos, o con la ampliación de la base de éstos. El impuesto sobre el valor añadido será ampliado a otros productos. Estos pueden incluir el trabajo de los consultores, los viajes charter -un capítulo importante en Suecia- y la duplicación del IVA en la construcción. Este impuesto, por otra parte, será elevado en los casos en que hasta ahora no alcanzaba el gravoso 23,46% general. Se introducirá un impuesto sobre los ingresos ocasionales (finge-benefits tax), aunque aún no ha sido definido. Los costes de los intereses por deudas personales, que hoy pueden desgravarse en un 50% crucial, serán probablemente deducibles en el futuro sólo en el 35%. Esto afectará gravemente a los propietarios de viviendas y a otros muchos ciudadanos, que forman un grupo especialmente numeroso debido a que los elevados impuestos han desanimado el ahorro.

El ministro Feldt se propone tener la reforma lista para 1991. Esto da a Suecia una ventaja de un año frente a la unificación europea de 1992. Pero dado el limitado alcance de la reforma, dicha ventaja no será suficiente para situar a Suecia en condiciones de competir en la carrera de 1992.

Hubo un tiempo en que los suecos pensaban que los bajos precios que encontraban en el extranjero eran un motivo de lástima. Obviamente, se decían, los extranjeros eran más pobres que los suecos, si sus precios eran tan bajos. Hoy, esos mismos suecos todavía sienten lástima por los extranjeros. Obviamente, estiman los suecos, la vida en los otros países debe ser peor que en Suecia, puesto que todo está tan caro. De este modo, complacidos en la inocencia, nada apremia para que las cosas cambien.

ARTICULOS DEL MES

- . El futuro de la Reaganomía
William NISKANEN
- . Bush y el ahorro necesario
Martin FELDSTEIN
- . La arbitrariedad del mercado
Herbert STEIN
- . Por qué el liberalismo ha quedado obsoleto
Entrevista a Milton FRIEDMAN por Peter Brimelow.

EL FUTURO DE LA REAGONOMIA.

Firmado por William Niskanen aparece el siguiente artículo en el Financial Times del día 7 de diciembre (1).

La Reaganomía constituyó el más ambicioso intento de cambiar el curso de la política económica de los Estados Unidos después del New Deal de Roosevelt. El argumento más distintivo y más sólido de ese programa, en palabras del mismo Reagan, era que "un crecimiento de la economía sólo será posible si conseguimos reducir el papel del Estado". Los cuatro elementos básicos del programa fueron éstos:

- Una menor expansión del gasto público (Federal spending).
- La reducción de la imposición sobre las personas y sobre las empresas.
- La desregulación.
- Una contención de la inflación a través de la contracción monetaria.

Toda la política de Reagan estuvo dirigida, en principio, hacia esos objetivos, aunque con resultados diversos. En general, la situación a la que se ha llegado durante su presi-

(1) El autor fué miembro del Consejo de Asesores económicos de Reagan entre 1981 y 1985. Este artículo es una síntesis de una ponencia que bajo el título "Reaganomics and Beyond" Niskanen ha de presentar en la conferencia del Institute of Economic Affairs, uno de estos días.

dencia podría juzgarse de altamente positiva. La economía ha vivido una etapa de expansión ininterrumpida durante seis años. El desempleo es ahora el más bajo de los últimos 14 años, y los tipos de interés a largo plazo y la tasa de inflación han descendido en seis puntos porcentuales por debajo de lo que eran al final de la presidencia de Carter. Todo es positivo, y Reagan merece por ello el aplauso que le corresponde.

Con todo, no puede decirse que haya habido una revolución reaganiana, si bien se redujo el crecimiento del gasto público, el porcentaje del presupuesto sobre el PNB continuó subiendo, al menos hasta hace poco. Aunque los impuestos fueron reducidos más de lo que se había previsto, una parte de esta reducción ha sido financiada trasladando la carga impositiva a las generaciones futuras (a través del déficit) o aumentando los impuestos sobre la inversión nueva. Una parte de la desregulación fué burlada con el incremento de las restricciones comerciales. Otras frustraciones: el fracaso de la reforma de la participación de la administración en algunos sectores, que dió lugar a situaciones difíciles para no pocos bancos; la elevada factura -que queda pendiente- con la que liquidar el cierre de muchas instituciones de crédito; la creciente congestión del tráfico aéreo, que podría traducirse en la necesidad de restaurar la reglamentación estricta del sector; etc. Por otra parte, todavía no se ha alcanzado un acuerdo sobre las normas que han de presidir la política monetaria, y si bien es cierto que, como dijimos, la expansión económica ha durado más de lo normal, la tasa de crecimiento durante los años 80 ha sido aproximadamente la misma que en los 70. Una revolución reaganiana habría reducido tanto el número de abogados en ejercicio como el precio del suelo en Washington. No necesito recordarles lo que en realidad ha sucedido.

En ausencia de cualquier cambio significativo en las instituciones, en los incentivos y en los límites de la política federal, las realizaciones de Reagan podrían quedar olvidadas en cuatro años de administración Bush, aunque esto no es probable. El futuro de la Reaganomía dependerá de la forma en que lo más negativo del legado -el todavía enorme déficit- es superado. Es necesaria una perseverante contención del gasto. A las dificultades normales de reducirlo se les unen en este caso el vencimiento de las obligaciones derivadas de los costosísimos sistemas de defensa, del cierre de bancos o cajas insolventes, de la renovación de las instalaciones para la producción de armas atómicas, etc. Ahora bien, la reducción del déficit a través de un incremento fiscal o de la inflación equivaldría a echar por los suelos los éxitos antes enumerados.

¿Qué es lo que sobrevivirá de la Reaganomía? Soy moderadamente optimista. La reducción de los tipos marginales del impuesto sobre la renta se ha convertido en el símbolo de la reforma fiscal tanto en Estados Unidos como en otros países, por lo que es difícil que se produzca un retroceso. Para no ir más lejos, el mismo Bush adquirió el compromiso inusual, pero firme, de no aumentar la imposición, proponiendo incluso alguna reducción selectiva de los tipos y de la base impositiva. La aportación, por otra parte, de la economía de la oferta seguirá presente incluso después de que la frase supply-side haya desaparecido del discurso político.

Tampoco es probable que se dé marcha atrás en materia de inflación. Durante la década de los 70 los políticos de muchos países alegaron que la inflación era algo fuera de su control, atribuyendo su origen y causas, generalmente, a imposiciones del mundo exterior. Sin embargo, la reducción de la misma en la mayoría de los países industriales durante los

años 80 ha demostrado que la inflación es principalmente un fenómeno monetario, y que puede ser reducida a través de una contracción monetaria sostenida. Esto hará que les resulte más difícil a los políticos recurrir a la inflación, incluso una vez que el término "monetarismo" haya dejado de ser utilizado.

El principal problema pendiente es que no existe consenso sobre la manera de dirigir la política monetaria. Concretamente, esperamos demasiado de nuestros bancos centrales. Mi primera y más inmediata preocupación es que los bancos centrales se tomaran demasiado en serio el Acuerdo del Louvre sobre tipos de cambio, con lo que puede producirse un incremento de la inestabilidad de la demanda interna como resultado de querer reducir la inestabilidad de los cambios. A más largo plazo, mi principal inquietud es que hemos delegado una de las funciones más importantes de los gobiernos a unos banqueros centrales no elegidos y sin establecer antes unas normas claras de política monetaria.

Sobre otros aspectos, el futuro de la Reaganomía es mucho menos claro. Bush ha propuesto un incremento del gasto en educación y en medio ambiente, y una variedad de pequeñas atenciones fiscales que se traducirán en una reducción de la base impositiva. Además, se verá probablemente obligado a aceptar parte del programa de los demócratas del Congreso para conseguir la aprobación de iniciativas de la Administración. El importante déficit fiscal limitará grandemente las eventuales propuestas para incrementos del gasto y para recortes impositivos, por lo que es probable que las presiones se dirijan hacia otros campos en los que la Administración tendrá que hacer concesiones: peticiones a las empresas, restricciones comerciales selectivas, nuevas regulaciones, etc.

El mayor reto para la Administración Bush será la consolidación del programa económico de Reagan. El mayor riesgo, en cambio, estará constituido por la posible persistencia de

La situación de indecisión que ha caracterizado los dos últimos años de la presidencia de Reagan. Aunque Bush venció por un margen substancial, los demócratas incrementaron su ventaja tanto en el Senado como en los estados. Por otro lado, el mal sabor que haya podido dejar la agresividad de Bush durante la campaña puede hacer difícil la cooperación entre los dos partidos. De hecho, Bush tendrá que asegurar su mandato con unos éxitos inmediatos.

Lo que mejor explica, con todo, que la Reaganomía no haya sido una revolución es que no se ha producido un cambio fundamental de perspectiva acerca de lo que el Gobierno federal debe hacer o, lo que es más importante, no debe hacer. Ronald Reagan ofreció una visión que representaba lo mejor del espíritu norteamericano (American heritage): oportunidades para todos, tolerancia, dedicación. Pero su resistencia a adoptar decisiones graves deja a los norteamericanos con importantes problemas nuevos y un electorado que es aún vulnerable a aquéllos que promueven la visión competitiva de un Estado distinto, más caro.

La característica más notable de este siglo ha sido el crecimiento generalizado del intervencionismo estatal. La Reaganomía puede que sea sólo un paréntesis en esa progresiva pérdida de libertades. Es necesario un mayor sentimiento de agravio colectivo ante la intromisión del Estado en la vida de todos y de cada uno, y hacen falta nuevos líderes que compartan la visión de Reagan para que pueda consolidarse y expandirse el más noble experimento de la historia: la revolución americana.

BUSH Y EL AHORRO

El artículo que sigue, de Martín Feldstein, fué publicado en The Wall Street Journal el día 22 de Noviembre.

Si bien el déficit fiscal es uno de los primeros problemas con que George Bush deberá enfrentarse cuando se instale en la Casa Blanca, en Enero, está claro que tal déficit es sólo un aspecto del problema más general constituido por la baja tasa de ahorro nacional de los Estados Unidos. Entre 1970 y el año en curso, el ahorro neto total se ha reducido desde una media del 7,2% del PNB al 2,8 por cien de éste. Sólo una cuarta parte de esta reducción se ha debido al incremento del déficit presupuestario. El resto es consecuencia de una caída del ahorro de las familias, de los empresarios, de las pensiones y de los gobiernos de los Estados y de los municipios.

El cambio de signo de este proceso de descenso de la tasa nacional de ahorro, a través de la reducción del déficit fiscal y del aumento del ahorro privado, debería convertirse en un objetivo central de la política económica. Un incremento de la tasa de ahorro es la clave para una mayor tasa de crecimiento de la economía y para la más rápida mejora del nivel de vida del país. Si dirigimos la mirada más allá de las fluctuaciones cíclicas a corto plazo y contemplamos experiencias más prolongadas, de una década o superiores, veremos con toda claridad que los países en los que la productividad, la renta y el nivel de vida han crecido más deprisa son aquéllos que han tenido unas tasas de ahorro y de inversión más elevadas.

Una razón importante de que los Estados Unidos ahorren tan poco es que los impuestos todavía se llevan una mayor parte de los rendimientos del ahorro nacional. Contémplese el caso de un con--/

tribuyente que obtiene el 9% nominal de un bono en una situación inflacionaria del 5% anual durante la vida del bono. El rendimiento real, antes del impuesto es, en principio, del 4%. Si el contribuyente tiene que pagar el 28% y el 5% en concepto de impuestos marginales sobre la renta, federal y estatal, respectivamente, el resultado es un tipo impositivo marginal global que se le lleva / una tercera parte del rendimiento nominal del 9%. En tal caso, su ganancia, después de pagado el impuesto, es sólo del 6%, que se reduce al 1% una vez descontada la inflación. Con lo que se constata que si bien la situación es en la actualidad mejor que años atrás, cuando la inflación y los tipos impositivos eran mayores, las normas tributarias estimulan muy poco el ahorro.

La situación no es mejor para aquéllos que invierten sus ahorros en acciones. Una persona que hubiera comprado en 1978 acciones diversas como las 500 que forman el índice Standard and Poor / habría disfrutado de una de las fases alcistas más relevantes del siglo. Una inversión de 10.000 dólares entonces le supondría 28.000 dólares hoy, si vendiera sus acciones. Incluso teniendo en cuenta la subida de los precios al consumo desde 1978 representa que se / necesitan 18.250 dólares para comprar actualmente lo que costaba 10.000 entonces, la ganancia real serían 9.750 dólares, o 4,4 por cien anual. Si esto se añade al 3,6% del dividendo actual, resulta un rendimiento del 8% real, antes de impuestos, lo que en principio es suficiente para compensar el riesgo, habiendo ahí un incentivo para invertir.

Pero ese 8% olvida el efecto del impuesto. Dado que la ley fiscal no distingue entre ganancias de capitales reales y nominales, / el inversor que hubiere vendido esa cartera de valores en 1988 hubiera debido pagar impuestos sobre una ganancia de 18.000 dólares. Con unos tipos del 28 y del 5 por cien, según vimos, la factura tributaria se hubiera elevado a 6.000 dólares, dejando los 28.000 de la venta reducidos a 22.000, o, mejor dicho, a sólo 3.750 de ganancia neta si el cálculo se hace en dólares constantes. Las ganancias, después de impuestos, sólo hubieran sido del 1,9%. Y aunque ésto se deba sumar al actual dividendo -una vez liquidado el impuesto- del

2,4% el rendimiento total del 4,3 por cien apenas compensa los riesgos de las fluctuaciones bursátiles, y mucho menos incentiva el ahorro.

Además de elevar el tipo impositivo para los rendimientos del capital, la ley fiscal de 1986 contiene otros elementos negativos para el ahorro. Por ésto parece llegado el momento de corregir esta situación y de aumentar las recompensas de los ahorradores. Las reformas fiscales futuras, sin embargo, no tienen por qué significar el establecimiento de un impuesto sobre el valor añadido, o sobre las ventas, de ámbito nacional. Lo que se necesitan son cambios específicos en las normas existentes, que puedan traducirse en un aumento del ahorro. Otros países disponen de no pocas modalidades impositivas encaminadas a ese fin y que los Estados Unidos deberían explorar.

Durante la campaña electoral, George Bush hizo tres propuestas de cambios fiscales que deberían fomentar el ahorro personal. La primera, relativa a una reducción al 15% del impuesto sobre los rendimientos del capital (capital-gains tax), aumentaría los beneficios netos de aquéllos que invierten su ahorro en acciones u otros activos revalorizables (appreciating assets). Para el inversor que compró acciones diversas en 1978 y las vendiera ahora, el 15% de impuesto representaría casi exactamente un impuesto del 28% sobre la apreciación real.

Amplios estudios estadísticos muestran que una reducción del impuesto sobre los beneficios del capital induciría a los inversores a realizar plusvalías que de otra forma permanecen inmersas en las carteras, incrementando por consiguiente las disponibilidades de los fondos de acciones para nuevos valores y reduciendo el coste fiscal de la reducción impositiva (reducing the revenue cost of the tax reduction). Y como resultado de esa liberación (unlocking) de las rentas de capital no realizadas, así como del estímulo que unos menores tipos del impuesto sobre los rendimientos proporciona

rían a la actividad económica y a la innovación, el efecto neto de la reducción del impuesto sería probablemente un incremento de los ingresos fiscales a largo plazo.

La segunda propuesta de Bush en materia de ahorro permitiría a los individuos ahorrar para la educación universitaria de sus hijos a través de la compra de bonos especiales de ahorro en los cuales los intereses se acumularían libres de impuestos si realmente los rendimientos eran aplicados al pago de los gastos ocasionados por los estudios (college expenses). Aunque el principal atractivo de esta propuesta consiste en la posibilidad de facilitar la estancia en la universidad, no hay duda que representaría un beneficio para el país, en su conjunto, en la medida en que supondría un incremento de la tasa de ahorro.

Más recientemente, Bush ha propuesto una especie de IRA (individual retirement account) líquida, llamada "cuenta de ahorro individual (individual saving account) en la que el impuesto sobre los intereses es aplazado (deferred) si los fondos se conservan en la cuenta por lo menos durante cinco años. Según las normas propuestas, la participación en estas cuentas se limitaría a las personas con rentas inferiores a los 60.000 dólares y permitiría aportaciones anuales (annual contributions) de hasta 1.000 dólares. El resultado de ese aplazamiento es un rendimiento efectivo neto superior. Un contribuyente en la categoría del 15% que efectúa un ingreso de 1.000 dólares al año durante diez años y retira los fondos cinco años más tarde ahorrará 773 dólares en impuestos, lo que supone un ahorro del 28% de la factura fiscal total.

Aunque es fácil ironizar sobre el potencial ahorrador del contribuyente pequeño y medio, el resultado global puede ser muy importante. Si uno de esos incentivos diera lugar a un incremento medio del ahorro de 100 dólares por contribuyente al año, al final de la década los fondos extra acumulados alcanzarían un total de más de 130 mil millones.

La cuenta de ahorro individual fué concebida de forma que el coste fiscal potencial fuera muy bajo. Otras modalidades podrían introducirse en ese proyecto, que se traducirían en un ahorro mayor. Así, v.gr., se podría aumentar el límite de los 1.000 dólares, o cabría declarar esas cuentas libres de impuestos, en vez de aplazar el pago de éste, etc. Tales mejoras podrían introducirse a medida que mejorara la situación presupuestaria.

El coste fiscal total de las tres propuestas de Bush no sería grande y podría resultar compensado con el establecimiento de límites más severos en la deducción del interés utilizada en la financiación de gastos consuntivos, cambio que elevaría directamente el ahorro nacional al reducir los incentivos para el endeudamiento individual.

Los detalles de cada propuesta específica son menos importantes que el compromiso de incrementar la propensión de la gente al ahorro. Un aumento de éste confiere a los individuos un mayor control de sus vidas económicas y los hace menos dependientes del Estado. Además, supone una aportación a la masa de ahorro del país y, / por consiguiente, al crecimiento económico de éste.

Durante muchas décadas los políticos norteamericanos han estado diciendo que el sostenimiento de la producción y del empleo exige que las familias gasten sus rentas adquiriendo bienes de consumo fabricados en Estados Unidos. Por el contrario, líderes políticos de otros países han insistido acertadamente cerca de sus conciudadanos sobre la necesidad de ahorrar, de forma que los recursos así generados pudieran invertirse en plantas y equipos susceptibles de mejorar la productividad. Y, con el fin de conseguir este objetivo, apoyaron su discurso con políticas fiscales encaminadas al fomento del ahorro.

George Bush será un presidente que comprenderá la importancia de aumentar el ahorro nacional y que estará en condiciones de ofrecer la autoridad necesaria para que este objetivo sea alcanzado.

LA ARBITRARIEDAD DEL MERCADO

El artículo que sigue fué publicado en The Wall Street Journal de fecha 25/26 de Noviembre. Su autor es Herbert Stein, antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos de los presidentes Nixon y Ford.

Parece un chiste. En Septiembre de 1987 el Mercado creyó que los valores del índice Dow Jones valían 2.700. En Octubre, en cambio, pensó que sólo valían 2.000. El 18 de Mayo último / el Mercado estimó que el valor de las acciones de RJR Nabisco era de 44,50 dólares cada una. Ayer, el mismo mercado pagó / 85,87 dólares por ellas. Con estos precedentes y con estas valoraciones, el Mercado nos dice ahora qué calamidades vamos a sufrir si el déficit presupuestario para el año fiscal que empieza dentro de 10 meses es de 139 mil millones de dólares, e incluso nos indica qué es lo que se debe hacer, justo ahora, para evitarlo.

¡Qué ironía! Bush acaba de basar su campaña para las elecciones a la Presidencia en el hecho de que la economía se encuentra en una situación espléndida como resultado de la política de Reagan que él piensa continuar. Con esta base, ha conseguido una gran victoria. Pues bien, es precisamente ahora cuando el Mercado le dice que las cosas son un desastre y que urge arreglarlas. Es más: el mismo Bush procura tranquilizar al Mercado diciéndole que, en efecto, la economía es un problema capital y que se ocupará de él en cuanto tome posesión de su cargo de Presidente del / país.

El papel del Mercado como asesor económico no ha sido brillante. En 1931 y 1932 el Mercado le dijo al presidente Hoover que si no equilibraba el presupuesto se produciría una huída de oro hacia el extranjero, subirían los tipos de interés y la Depresión empeo-

raría. Por ésto propuso y consiguió un incremento de los impuestos, que constituyó una de las medidas más trágicas de la historia económica de este país.

En 1960, el Mercado les dijo al presidente Eisenhower y al -- presidente del Consejo de la Reserva Federal, William McChesney Mar tin, que si los Estados Unidos no hacían una política monetaria y fiscal restrictivas el dólar correría peligro. Tal política condujo a una recesión y a la elección de John Kennedy.

En 1971, el Mercado le indicó al presidente Nixon que necesitábamos "algún tipo de control de los precios y de los salarios" / para combatir una violenta inflación del 4,5%. El 16 de Agosto de dicho año, al día siguiente de establecer los controles de precios y de salarios, el Mercado -la bolsa- dió su aprobación subiendo 30 puntos, alza importante aquellos días.

El hecho es que el Mercado sólo nos dice lo que ha sucedido / ya en el Mercado. No nos dice por qué ha sucedido, qué es lo que / va a suceder o cómo se debe actuar. Lo que nos dice el Mercado sobre un tema dado es lo que piensan una serie de señores que se ponen los pantalones metiendo primero una pierna y después la otra, y que ganan mucho dinero hablando por teléfono. Muchos de ellos son gente brillante, pero también lo son no pocos cirujanos y entrenadores de fútbol del país cuyas opiniones no valoramos cuando se tra ta de la política económica.

Algunas de las personas que forman el mercado sí merecen aten ción por sus opiniones sobre la economía, pero son aquéllos que reconocen que la política económica no se deduce de las vacilantes / cifras que aparecen en las pantallas electrónicas. Se necesita una visión más amplia de la economía, de su historia, del análisis eco nómico. E incluso todo ésto a veces no es suficiente para obtener las respuestas adecuadas.

La nueva administración debe enfrentarse, por supuesto, a un problema económico, y una parte de este problema lo constituye el presupuesto. Pero no hay problema alguno urgente y, desde luego, no hay problema presupuestario que lo sea. Incluso se puede decir que ésta no es necesariamente la parte más importante del problema económico. La forma en que el déficit sea reducido puede ser más / importante que la reducción misma. El peligro de prestar excesiva atención al Mercado puede ser que la Administración asuma compromisos que más tarde haya de lamentar.

Si hay algún argumento detrás de la alarma del Mercado éste es que los extranjeros no seguirán aumentando indefinidamente sus activos en dólares, y que cuando dejen de confiar en Norteamérica el dólar bajará y los tipos de interés americanos subirán. Todo ésto, a su vez, producirá simultáneamente una inflación, a causa de la caída del dólar, y una recesión, como consecuencia del aumento de los tipos de interés. Según esta teoría, la caída del dólar después de las elecciones fué ya un anticipo de este proceso, y el anuncio de que éste podía acentuarse.

La palabra clave en esa teoría es "indefinidamente". Si al--
guien dice que los extranjeros no continuarán aumentando sus acti-
vos en dólares durante, digamos, 10 años más, se le puede preguntar
por qué habla de 10 y no de cinco, o de 20 años. La respuesta mostr
ará que no sabe por qué. Ahora bien, uno podría aceptar como eviden-
te en sí mismo que una cosa no puede continuar indefinidamente. De
hecho, sin embargo, la acumulación de activos en dólares por parte
de extranjeros podría seguir indefinidamente, o por lo menos mien--
tras las oportunidades de inversión en este país continúen siendo
buenas. Pero incluso en el caso de que las entradas de capital pu--
dieran no proseguirse indefinidamente, esto no significaría que es-
tamos ante una crisis. Es casi seguro que no puede proseguir inde--
finidamente el aumento del parque de automóviles mundial, pero ésto
no quita para que continúe siendo interesante la inversión en la in
dustria del ramo.

El reciente descenso del dólar no tiene por qué significar que los extranjeros no quieren invertir aquí porque prevén la persistencia indefinida de los déficit fiscal y comercial. Lo más probable / es que refleje alguna incertidumbre sobre el futuro valor del dólar mismo. Esto no debería sorprender. El curso del dólar transcurre / por una senda de incertidumbre máxima, en el sentido de que su valor se ha independizado hasta límites desconocidos de las fuerzas del mercado y se ha sometido a decisiones gubernamentales sujetas a unos criterios y orientaciones que no se han hecho públicos y que nadie sabe cuánto tiempo prevalecerán. Si el Mercado nos dice algo, lo que está expresando es que no puede sostenerse -y que provocará movimientos especulativos- una situación en la que el tipo de cambio del dólar no esté determinado ni por las fuerzas del libre mercado ni por unos compromisos sólidos de los gobiernos. En otras palabras: lo que nos dice el Mercado puede tener más que ver con el sistema monetario internacional que con el déficit presupuestario de los Estados Unidos.

Mucha gente cree que el Mercado, con su sabiduría, está dando una respuesta a la pregunta "¿tienen importancia los déficit?". Esta es una pregunta tonta. Los déficit, por supuesto, son importantes, de la misma forma en que lo son el nuevo portaaviones, las pensiones de los jubilados o la carga fiscal del contribuyente medio. La cuestión es qué es lo que importa más. Pero el Mercado no tiene respuesta para esta pregunta. El Mercado, o quienes lo integran, pueden ser capaces -aunque lo dudo- de decirte cuáles podrían ser las consecuencias para el dólar, o para la bolsa, de una reducción del déficit. Lo que no pueden decir es cuáles serían las consecuencias para la seguridad nacional de la anulación del contrato de construcción del nuevo portaaviones.

Si no eres capaz de responder a tales preguntas no puedes saber si los déficit deberían ser reducidos. Supongo que hay gente en el Mercado que diría que la reducción del déficit importa más que cualquier otra cosa. Pero propongan la elevación, de nuevo, del tipo marginal superior del impuesto sobre la renta al 50% y comprobarán inmediatamente que hay cosas más importantes que la reducción / del déficit.

El país necesita una nueva elevación, juiciosa y comprensiva, de las prioridades nacionales, pero ésto no podemos esperarlo del Mercado. Y tampoco lo podemos esperar de las reuniones interminables de los representantes de la Administración y del Congreso. Todo lo que se obtendría en esos escenarios sería el establecimiento de unos porcentajes arbitrarios que no reflejarían las necesidades del país. Éste no está en crisis. Nuestros problemas lo son a largo plazo. Tenemos tiempo para pensar, para discutir y para intentar soluciones que sirvan objetivos permanentes. No deberíamos dejar que el Mercado hablara por nosotros.

POR QUE EL LIBERALISMO HA QUEDADO OBSOLETO

Entrevista con el Premio Nobel Milton Friedman

por Peter Brimelow

¿Ha acabado la llamada "revolución Reagan"? No, según el más destacado economista norteamericano, que afirma que la vuelta a la filosofía del libre mercado no ha hecho sino empezar, en los Estados Unidos y en todo el mundo.

¿Ha dado la "revolución Reagan" todo lo que podía dar de sí? ¿O ha manifestado el electorado estadounidense un firme rechazo del liberalismo? (*)

En medio de toda la inercia y de los golpes de pecho por una campaña presidencial "sucía", casi todos los comentaristas han pasado por alto esta cuestión fundamental, que era lo que realmente se discutía en las últimas elecciones.

El triunfo de Bush ha dejado bastante claro que el viejo sistema de recaudar-y-gastar ya no funciona políticamente. Si es así, ¿seguirá adelante la llamada "revolución Reagan"? ¿O recobrará el Estado federal

(*) Empleamos aquí la palabra "liberalismo" en el sentido norteamericano de la actitud favorable a un mayor control y regulación estatales de la economía, no en el sentido europeo más antiguo de la actitud favorable a una economía relativamente libre.

un mayor protagonismo en nuestras vidas? En busca de una perspectiva más dilatada de lo que nos espera en el terreno político y económico, Forbes ha entrevistado al Premio Nobel de Economía Milton Friedman. Desde su magnífico piso en las alturas de la Nob Hill de San Francisco, Milton Friedman da una visión global e histórica de hacia dónde van los Estados Unidos y el mundo.

Forbes: ¿Cree usted que el ciclo de libre mercado que actualmente se observa en casi todos los países, incluidos los del Telón de Acero, está llamado a durar, o volverá la moda del intervencionismo estatal?

Friedman: El ciclo de libre mercado durará. El movimiento intelectual [en favor del libre mercado] está llegando a la edad madura, pero el movimiento político está en su primera infancia.

En 1962 escribía usted, en *Capitalismo y libertad*, que "el estado típico de la humanidad es la tiranía, la servidumbre y la miseria". ¿Qué piensa de eso ahora?

Que sigue siendo verdad. Pero soy mucho más optimista de lo que era a finales de los años setenta, porque el clima de opinión intelectual ha cambiado.

Históricamente, el clima intelectual tiende a experimentar oscilaciones muy largas, que sólo tras un retardo se reflejan en la política. Al principio los convencidos no pasan de ser un grupo muy reducido....

¿Que tiende a ser inusitadamente emprendedor y/o loco?

Loco sobre todo. Son locos para sus colegas, pero es verdad que son inusitadamente emprendedores. Y todo eso sucede cuando el sistema vigente, el que sea, pasa por momentos difíciles. Un ejemplo es Gran

Bretaña en el siglo XVIII, cuando el sistema anterior se vio en apuros por la Revolución Industrial y la Revolución Americana. En 1776 Adam Smith publicó *La riqueza de las naciones*, donde se criticaba con dureza la política entonces dominante del mercantilismo [el esfuerzo del Estado de maximizar la riqueza nacional con medidas arancelarias y de control] y se preconizaba el libre comercio y la libertad de mercados.

Las ideas de Smith cosecharon un éxito inmediato entre los grupos intelectuales, pero no tuvieron efectos inmediatos sobre la visión popular ni la política gubernamental. Poco a poco, sin embargo, fueron filtrándose hasta el pueblo llano y formando la base de campañas políticas.

Una idea de esa clase, una vez adoptada, es como una escoba nueva, que lo barre todo. Pero, por grande que sea su éxito, con el paso del tiempo van surgiendo dificultades. Tanto en Gran Bretaña como en los Estados Unidos hubo una reducción muy drástica del papel del Estado, con el resultado de que tuvo menos favores que repartir y se hizo más honesto y eficiente, lo que a su vez hizo que pareciera posible utilizarlo para conseguir unas cosas que hoy día, con la subsiguiente expansión y degeneración del Estado, se ve que son imposibles.

Ahora estamos en el tercero de esos ciclos. Adam Smith puso en marcha uno en 1776. En la década de 1880, precisamente cuando los resultados del *laissez-faire* han llegado a su punto culminante, se inicia un movimiento de sentido contrario. En Gran Bretaña, George Bernard Shaw y Beatrice y Sidney Webb fundan en 1883 la Fabian Society, dedicada a la instauración gradual del socialismo. En los Estados Unidos se funda en 1885 la American Economic Association, por un grupo de economistas jóvenes que habían estudiado en Alemania y estaban impresionados por la eficacia de la acción estatal en ese país. Y la

novela socialista utópica de Edward Bellamy Looking Backward se publica en 1888, y se venden más de un millón de ejemplares.

De modo que al iniciarse los años veinte la clase intelectual estadounidense era predominantemente socialista. Y lo interesante es que casi todos los puntos económicos del programa socialista de 1928 han sido adoptados por los Estados Unidos en el tiempo transcurrido desde entonces.

Parece claro que las reformas de la Era Progresista de comienzos del siglo eran intervencionistas.

Sí, el progresismo fue un precursor del socialismo. Pero, hablando en términos generales, primero es la idea lo que prospera, y luego es preciso que haya un acontecimiento decisivo para catalizar un giro completo de la política. En los Estados Unidos fue la Gran Depresión lo que hizo que el socialismo pasara de conquistar en el terreno de las ideas a conquistar en el terreno de la política.

Así que ahora estamos en el tercer ciclo.

Sí, y yo creo que el papel de Adam Smith en este ciclo lo hizo Friedrich Hayek con Caminos de servidumbre, que fue un éxito de ventas en Gran Bretaña y los Estados Unidos en 1944 y 1945. A ese libro le siguieron muchos más, Henry Hazlitt, la Foundation for Economic Education, etcétera. El clima de opinión intelectual ha virado hacia una mayor confianza en el mercado frente al Estado.

Una de las señales de que una revolución en el campo de las ideas está afectando a la práctica es su impacto a nivel mundial. Y, lo mismo que la revolución de Adam Smith llegó al Japón, a la Europa continental y a los Estados Unidos, así las manifestaciones más espectaculares de esta revolución actual se están produciendo realmente en China, Rusia, Polonia y el Tercer Mundo. En lo que se refiere a desmontar el Estado

del Bienestar, las acciones más radicales se han dado en Nueva Zelanda bajo un gobierno nominalmente socialista.

En mi opinión, esto [el cambio en el clima intelectual] habría ocurrido mucho antes en los Estados Unidos de no ser por la guerra del Vietnam. Creo que eso supuso un retraso de diez o veinte años, por lo menos.

Además, la guerra ha tenido resultados muy duraderos. Una parte del deterioro de los niveles intelectuales y de la moralidad de las universidades estadounidenses procede de la guerra del Vietnam. En esa época fue a la universidad mucha gente que normalmente no habría ido, para escapar de la guerra. Y esas personas, que en otras circunstancias habrían sido hombres de negocios o lo que fuera, en vez de eso se convirtieron en académicos. Pero fundamentalmente no son intelectuales, en realidad lo que son es activistas.

¿Podría peligrar esta vuelta al libre mercado si la inflación volviera a dispararse?

No. La inflación no va a ser un problema serio en las próximas décadas por una razón muy sencilla: porque políticamente no es rentable.

¿Por qué hubo inflación? Porque permitió que los ingresos del Estado subieran como proporción de la renta nacional sin aumentar legalmente los impuestos. La inflación es fuente de ingresos para el Estado de tres maneras:

Primera, el ingreso directo que se obtiene de los pedazos de papel impreso; segunda, el deslizamiento entre tramos, que empuja a los ciudadanos a tramos del impuesto más altos sin aumento de su poder adquisitivo; tercera, el repudio de la deuda, porque se ha podido tomar prestado a tipos más bajos que los tipos de inflación subsiguientes. Ahora bien, lo primero sigue existiendo, pero es muy poca cosa: una

inflación del 10 por 100 produce unos ingresos de aproximadamente un 0,8 por 100 de la renta nacional anual. El deslizamiento entre tramos ha desaparecido con la indicación. Y el mercado se ha vuelto tan sensible que el menor signo de aumento de la inflación eleva inmediatamente los tipos de interés. Además, el público en general se ha sensibilizado a la inflación. Así que es impopular, y no se gana nada con ella.

Pero sigue siendo históricamente alta, de un 4 por 100 anual.

Bueno, ahora está subiendo algo, pero yo creo que dentro de poco empezará a bajar. No creo que en el sistema haya realmente mucha inflación. Es muy difícil emitir un juicio, por el problema del sesgo de los índices de precios. No hay manera de cuantificar debidamente las mejoras de calidad. Hace algunos años, George Stigler presidió un comité sobre las estadísticas de precios. Uno de los miembros del comité sugirió que un crecimiento anual del 2 por 100 en el índice de precios oficial equivaldría a precios estables.

A pesar de lo mucho que se ha hablado sobre el libre mercado en los años ochenta, lo cierto es que ningún país ha conseguido reducir significativamente la parte del sector público en el PNB. Ahora mismo, en los Estados Unidos, la participación del sector público en el PNB, incluidas las administraciones locales y de los Estados, registra un máximo en tiempo de paz. ¿No significa esto que se han puesto a prueba las ideas del libre mercado y han fracasado?

No, no se han puesto a prueba y no han fracasado. Pero se tarda mucho tiempo. La verdadera transformación del ambiente intelectual no empezó hasta finales de los años cuarenta y comienzos de los cincuenta. Así que no cabe esperar una plena puesta en práctica hasta alrededor del 2000.

Es verdad que el gasto público registra un máximo en tiempo de paz, pero el aumento más importante ha sido resultado de medidas legislativas

puestas en vigor antes de 1980. Y no vemos que los políticos hagan alarde de querer gastar mucho más dinero; les vemos buscar fórmulas para gastar dinero sin que lo parezca, como la imposición de Dukakis de un seguro de enfermedad a las empresas.

Pero bajo el mandato de Reagan se han elevado algunos impuestos. Pero de forma indirecta; abiertamente no lo pueden hacer.

Usted ha afirmado que el intervencionismo estatal se ha desacreditado por su incapacidad de dar mejores resultados que las fuerzas del mercado. Pero ¿no es cierto que en los últimos años la defensa del intervencionismo estatal se ha reorientado de la eficiencia a la equidad, a la justicia? Los liberales no dicen que el objetivo de sus propuestas sea favorecer a la economía; dicen que es el logro de una sociedad "más justa".

Exactamente: de la tesis de que las industrias de propiedad estatal son más productivas a la tesis de que hay que transferir renta de los sanos a los lesionados.

Yo no he visto que el presidente electo Bush niegue ese planteamiento.

No...; pero al nivel intelectual están apareciendo argumentaciones en contra. La más reciente es el libro de Charles Murray In Pursuit: Of Happiness and Good Government, que a mí me parece un libro maravilloso. El enfoque de Murray es muy ingenioso y efectivo. Empieza de una manera que parece indicar que es un defensor acérrimo del Estado del Bienestar, pero desde ahí va girando poco a poco y llega a la conclusión de que esas políticas están haciendo más mal que bien.

Pero pensemos en la "acción afirmativa". Es una expansión sustancial del poder del Estado, pero prácticamente no ha tenido oposición porque en la política estadounidense es muy difícil arrostrar la acusación de racismo. Y el electorado de California ha aprobado un recorte de los tipos de seguros.

No me entienda usted mal. Yo no estoy diciendo, ni he dicho nunca, que sea inevitable que invirtamos el curso de los acontecimientos. Lo único que creo es que ahora la situación parece mucho más esperanzadora. Y lo que se hará, en mi opinión, no será recortar el gasto público sino mantenerlo constante mientras la economía crece, de modo que la parte del Estado acabe siendo menor. Y las industrias controladas irán siendo relativamente menores conforme vayan siendo eliminadas por la competencia.

Ahora bien, yo creo que tanto el gobierno Thatcher como la administración Reagan han dejado pasar la oportunidad de ir mucho más lejos. La administración Reagan lo ha hecho muy mal en materia de comercio internacional y de política económica internacional. Pero, de todos modos, yo creo que ha habido un cambio real.

En su definición clásica, el socialismo es la propiedad estatal de los medios de producción, distribución y cambio. Pero ¿no es verdad que bajo el nombre de "liberalismo" se ha mutado en una forma más virulenta, que se refiere al control estatal más que a la propiedad, sobre todo en su variante estadounidense?

Pero el fracaso va a ser el mismo. Mire usted la industria de las cajas de ahorros. Tendrá que haber una disminución de la regulación, no un aumento, porque si no esa industria va a desaparecer. Habrá que sustituir a la FSLIC, porque va derecha a la quiebra. Todas las industrias que están muy reguladas tenderán a declinar en comparación

con las que no lo están.

El problema realmente peligroso no está en la regulación, sino en las transferencias, la seguridad social y el bienestar.

¿Por qué son peligrosas transferencias como la seguridad social?

Porque no se puede beneficiar a nadie a través de lo que se ha venido a llamar rentismo [el uso del poder político por parte de un grupo para extraer subsidios de la comunidad]. Tomemos el caso de la agricultura. En primer lugar, los beneficiados, si los hay, suelen ser gente muy acomodada. Una explotación agrícola moderna es una empresa de muchos millones de dólares. En segundo lugar, yo calculé hace uno o dos años que nos estamos gastando actualmente 19.000 dólares al año por persona empleada en la agricultura, incluidos no sólo los propietarios sino también los jornaleros. El beneficio neto agregado que se obtiene de la agricultura es la mitad de esa cantidad. Así que la mayor parte de ese dinero se está tirando. Se gasta porque los costes están muy repartidos y nadie tiene incentivos para remediarlo. Pero ¿se puede seguir así indefinidamente? Yo pienso que no.

La seguridad social es una operación rentista de las personas de edad. De eso no se sale con el tiempo.

Claro que se puede salir. En el siguiente sentido: el poder político de los viejos va a ir a menos, no a más. El coste para el resto de la población está yendo a más, y lo que va a haber es una revuelta de los jóvenes contra los viejos.

Pero hará falta legislación para dar marcha atrás.

Hará falta legislación.

Otro ejemplo de esta forma más sutil de control estatal: la revista The Economist aboga últimamente por una moneda mundial. Pero eso, en

cierto sentido, es una forma de socialismo por mutación: es un control político en el centro mismo de la economía. ¿Lo ve usted probable?

No veo la más remota probabilidad.

¿Más o menos que la privatización del dinero?

Ambas cosas no tienen ni la más remota probabilidad. Ni la más remota, ni lo uno ni lo otro. Ningún gobierno renunciará jamás a su derecho de imprimir dinero, y ningún gobierno va a permitir que su política monetaria la determine una organización internacional.

Bueno, pues ahora mismo hay una presión tremenda sobre la señora Thatcher para que se integre en el Sistema Monetario Europeo.

Perdóneme, pero hay que distinguir entre dos cosas muy diferentes. Una es un acuerdo de fijar los tipos de cambio de manera conjunta, y otra es una moneda unificada. Y para que haya una moneda verdaderamente mundial tiene que haber una moneda unificada. Nadie está presionando a la señora Thatcher para que adopte el marco alemán como moneda de Gran Bretaña. Nadie está presionando a los franceses para que adopten el marco como moneda. Eso sería la verdadera unificación.

Bien, pero los burócratas de la Comunidad Europea sí quieren que haya un banco central europeo.

Eso es lo que quieren, pero jamás lo conseguirán.

En estos momentos puede ser que el mundo socialista esté en apuros. Pero tiene usted que reconocer que en el pasado ha habido varias ocasiones en las que economías dirigidas como la de la Unión Soviética han mostrado tasas de crecimiento notables. Y, en conjunto, el crecimiento económico es el hecho central de la era moderna.

Perdone, permítame que vuelva a decir lo que yo creo que es la verdad. Los estados totalitaristas centralizados son muy buenos a la hora de hacer monumentos. Los egipcios hacían pirámides. El equivalente de las

pirámides en la Unión Soviética son las grandes presas y el sector militar. Si desglosa usted el supuesto crecimiento soviético y se hace una pregunta mucho más simple, qué ha pasado con el nivel medio de vida del ciudadano ruso de a pie, no ha habido ninguna mejora sustantiva.

Por supuesto, todo país que pase del caos a un período de orden, como hizo la Unión Soviética después de la Primera y la Segunda Guerra Mundial, mostrará una mejora de la eficiencia. Y nada impide que un estado altamente centralizado se beneficie de lo que ocurre afuera. Rusia puede tener radios, televisores, mientras que antes no podía. Pero eso no es una muestra del crecimiento ruso. Es una muestra de la capacidad de los rusos para imitar e importar.

En otras palabras, el Occidente es la locomotora económica del mundo.

Absolutamente. Mi interpretación de Rusia, desde que estuve allí hace veinticinco años, viene siendo muy sencilla: a Rusia hay que verla como una metrópoli y una colonia. La metrópoli está formada quizá por veinte o treinta millones de personas, la nomenklatura. La colonia es lo demás. Es como Bélgica y el Congo Belga.

Ahora bien, la metrópoli no mira a la colonia desde el punto de vista del bienestar de la colonia, sino desde el punto de vista de lo que se puede sacar de ella. La trata como a una vaca lechera. La metrópoli puede tener un nivel de vida relativamente alto, sacándolo de la colonia. A la colonia se le da únicamente lo imprescindible. Así se ven esas diferencias enormes entre Moscú y las provincias. Recorre usted el país y no hay nada, bombillas peladas colgando....

¿El socialismo eficiente es una imposibilidad lógica?

Eso lo sostuvo Ragnar Frisch: contó el número de ecuaciones que se necesitarían para coordinar la economía, y dijo que no era posible.

porque haría falta un ordenador demasiado grande.

Es obvio que la capacidad de los ordenadores ha aumentado muchísimo desde que escribió Frisch.

Hay que distinguir entre una economía estática y una economía dinámica. Yo creo que es perfectamente posible que una economía estática se administre mejor con ordenador que con el sistema de precios. Pero hay dos clases de problemas. Primero, no hay ningún sistema político capaz de suministrarle al ordenador los programas adecuados. Y segundo, el ordenador no es capaz de iniciar por sí solo ninguna mejora. No se puede innovar por ordenador. ¿Existe un ordenador que hubiera inventado el supermercado? La gente no se da cuenta de cuáles son los grandes inventos del siglo XX. El supermercado es uno de ellos.

Yo he sostenido, como usted sabe, que la propia ciencia es un ejemplo de cómo funciona el mercado libre. Para ciencias como la física (y yo diría también la economía), que requieren una buena cantidad de interacción entre personas y un intercambio voluntario de información, es mucho mejor una sociedad abierta que una sociedad cerrada. En la Unión Soviética no pueden ser realmente innovadores.

Salvo en ciertas áreas. Cuando la gente compara los Estados Unidos con la Unión Soviética, no reconoce que, con respecto a los sistemas de organización socialistas, los Estados Unidos no aventajan a la Unión Soviética. Nosotros no podemos organizar el sector militar ni la enseñanza mejor que ellos, porque eso son sistemas socialistas. Podemos tener un sector militar mejor porque tenemos un sistema industrial privado que hace cosas para otros fines que pueden ser transferidas al sector militar. Pero, por lo demás, ¿por qué íbamos a ser mejores que ellos en socialismo?

¿Qué piensa usted de la perestroika?

Yo no creo que vaya a haber un cambio importante en Rusia.

¿No?

No, creo que básicamente es palabrería. Mire usted, los dirigentes rusos saben desde hace por lo menos treinta años que podrían mejorar drásticamente la producción de alimentos incrementando el tamaño de las parcelas privadas. ¿Por qué no lo han hecho? La respuesta tiene que ser que por razones de control político.

¿Y en otros países?

Yo soy más optimista en el caso de China que en el de Rusia. En primer lugar, los chinos son más listos, fundamentalmente son un pueblo más innovador, y tienen una tradición comercial mayor. Y tienen, y esto es lo más importante, ese gran recurso que son los chinos del exterior. El éxito de los chinos del exterior en Hong Kong, Singapur, Taiwan, ha generado una presión dentro de China que en Rusia no han generado Polonia, Hungría, Yugoslavia, que tienen niveles de vida más altos que el de Rusia, pero que son colonias, y no pertenecen a la misma cultura que Rusia.

También China está más cerca, por supuesto, de ser un Estado nacional. La Unión Soviética es en realidad un imperio. ¿Cómo pueden los soviéticos liberalizar su sistema y mantener la cohesión de sus componentes no rusos?

Yo creo que no pueden. Creo que lo que ha pasado en Armenia y lo que está pasando en los estados bálticos es una muestra de lo que va a ocurrir. Tendrán que echar mano de la represión. ¿Qué otra cosa pueden hacer?

China es diferente, aunque Hong Kong desaparecerá como ejemplo de

verdadera economía de libre mercado.

Usted no es optimista sobre...

Hong Kong va a caer en picado, de eso no cabe duda. Podrá seguir siendo relativamente productivo en manufacturas, pero ciertamente dejará de ser el centro financiero. ¿Usted estaría dispuesto a colocar su dinero en Beijing mejor que en Ginebra?

¿A pesar de las garantías?

No hay garantías efectivas. Si vamos a eso, la constitución de la Unión Soviética garantiza la libertad de la población.

Usted habló recientemente en Shanghai, en la conferencia del Cato Institute sobre liberalización de la economía china. ¿Qué le parece que está pasando ahí?

Ah, yo sé lo que está pasando. Viajé bastante por China y acabé en Beijing, donde tuve un encuentro privado de un par de horas con el Secretario General, Zhao Zi Yang. Zhao es muy inteligente y comprende las ventajas de liberalizar la economía china. Dice que el gobierno controlará el mercado, y el mercado controlará la economía.

Pero esa formulación es absurda. El gobierno organiza desde arriba, y el mercado organiza desde abajo; no se pueden combinar las dos cosas. Lo que están haciendo en realidad es convertir al capitalismo una parte de la economía, la agricultura y la pequeña industria, por medios indirectos. El gobierno insiste en conservar la propiedad de la tierra, pero ahora está dando a los agricultores arrendamientos más largos: al principio eran por quince años, ahora llegan a los cincuenta años. Es el equivalente de la propiedad: en Gran Bretaña hay arrendamientos por noventa y nueve años, si vamos a eso.

¿Y en esas áreas se permite la libertad de precios?

Se permite la libertad de precios. Desdichadamente se están metiendo en

una inflación seria, porque han emitido demasiado dinero. Así que tendrán que dar marcha atrás y controlar los precios durante algún tiempo. Hay una batalla seria entre dos grupos. La vieja guardia del Partido y los que se benefician de la burocracia --porque en China hay un nivel tremendo de corrupción-- han sabido utilizar la inflación para recortar considerablemente el poder de Zhao. Pero por lo visto no hay una alternativa razonablemente aceptable, así que su puesto en la secretaría general parece estar bastante seguro.

En mi opinión lo más probable es que se atasquen. China mejorará poco a poco, sobre todo debido a la influencia de la gente de Hong Kong, que son el grupo más enérgico y emprendedor. Pero con el tiempo se repetirá la experiencia de Yugoslavia, que dio un gran salto cuando rompió con el sistema soviético e introdujo las cooperativas de trabajadores, y después se atascó porque eso no era un sistema capitalista como Dios manda. Pero, en fin, otros son mucho más optimistas.

Es evidente que liberar los precios puede tener la desdichada consecuencia de que suban los precios políticamente sensibles. Véase, por ejemplo, el caso de Polonia y sus subsidios ruinosos a los productos de alimentación. ¿Políticamente se puede recomponer un huevo revuelto por la socialización?

Se puede recomponer, pero a base de cirugía, no con cambios ligeros. Yo creo que en Polonia, a diferencia de China, sería precisa una revolución política. China siempre ha estado muy centralizada. No ha tenido el menor elemento de democracia ni libertad, ni la idea siquiera. Y sigue siendo así. Pero un estado centralizado es perfectamente compatible con una economía sana, como hemos visto en Chile.

¿Qué ha pasado en Chile?

Cuando Pinochet llegó al poder, la participación del sector público en el PNB era del 40 por 100; se ha reducido al 20 por 100. Y no hay ningún otro país sudamericano que haya tenido un éxito comparable en la lucha contra la inflación, que últimamente estaba en un 20 por 100 anual o menos. Hay crecimiento real, y la deuda se ha ido reduciendo. Chile va muy bien. Y ahora marcha hacia la democracia.

Echemos una ojeada al Tercer Mundo. Todavía hace quince años, la recomendación universal de los economistas del desarrollo era la planificación y el control estatales. También aquí es posible que la planificación central no haya funcionado bien, pero ha habido crecimiento económico en el Tercer Mundo, ¿no?

¿Dónde..., aparte de los países de la OPEP?

En la India.

Yo pasé dos meses en la India en 1955 ó 1956. La última vez que he estado fue en 1978. El único cambio sustancial que vi fueron los hoteles internacionales, que en 1955 ó 1956 no existían. La población sigue siendo tan indigente como lo era en el momento de la independencia. Es, una vez más, el caso de Rusia. Monumentos.

Permítame resumir mi opinión. La propiedad privada es esencial, pero no basta. Los mercados privados son esenciales, pero no bastan. El elemento crítico son los mercados privados y libres. La India es un mercado privado no libre. Para abrir un negocio se necesita un permiso del gobierno. La manera más fácil de enriquecerse en la India es tener influencias en el gobierno para que te den permiso para manejar divisas.

Ni que decir tiene que en los Estados Unidos esas condiciones institucionales previas del capitalismo están siendo erosionadas por la

reforma judicial de cosas como las leyes de contratos.

Peter Huber acaba de escribir un libro muy bueno sobre eso, con el título Liability: The Legal Revolution and Its Consequences. El igualitarismo ha tenido su impacto, en las facultades de derecho y en el conjunto de la sociedad, y sigue siendo fuerte.

¿Y el resto del Tercer Mundo? Parece que en Birmania y Argelia hay revueltas antiestatales.

Birmania es el caso más fascinante, porque no se sabe de ningún país totalitario que verdaderamente haya dado un giro drástico hacia la democracia. Ha habido casos de dictaduras militares: la España de Franco, el Portugal de Salazar y ahora el Chile de Pinochet. Pero no ha habido ningún caso de país totalitario.

Pero ¿esas revueltas llevarán al desmantelamiento del socialismo, o vamos a ver algo así como la famosa definición del zarismo, "autocracia atemperada por el asesinato", un socialismo atemperado por el caos periódico?

Si Birmania evolucionara realmente hacia un sistema pluripartidista, entonces sí, podría haber una mejora muy sustancial, pero si el totalitarismo fracasado se sustituye por otro habrá una repetición de lo mismo. No tiene por qué haber ningún progreso.

Decimos, por ejemplo, que los chinos son listos, pero, como usted señala, no han tenido nunca tradición democrática ni nada parecido al liberalismo clásico. Y han tenido este episodio histórico de aparente estancamiento durante mil años. ¿Qué ha pasado ahí?

No lo sé. ¿Por qué el mundo se ha pasado la mayor parte del tiempo estancado? Vuelve usted al fragmento que me ha leído de Capitalismo y libertad. La historia del mundo es una historia de tiranía, pobreza y estancamiento. Los períodos de crecimiento son excepcionales, muy

excepcionales.

Ha mencionado usted lo que considera condiciones institucionales previas del capitalismo. ¿Cree usted que también podría haber condiciones culturales previas?

Sí, claro. Por ejemplo la honestidad. El éxito del Líbano como puerto franco se debió en bastante medida a que la palabra de los comerciantes era de fiar. Eso reducía los costes de transacción.

Es curioso que sea en el mundo de habla inglesa donde ha surgido el capitalismo y donde ha llegado realmente a su pleno desarrollo. La verdad es que no ha tenido el mismo avance ni siquiera en Europa; desde luego no en Francia, por ejemplo. No sé a qué se debe, pero es un hecho que hay que reconocer.

¿Significa eso que el capitalismo no tiene por qué ser exportable? Más allá de un cierto punto, es posible que no lo sea. Ha prosperado en Hong Kong, pero allí el marco de un gobierno limitado lo pusieron los británicos; ¡al mismo tiempo, por cierto, que privaban de sus beneficios a su propia gente! Es muy discutible que los chinos puedan generar por sí solos ese marco.

Como lo es el futuro de las nuevas sociedades capitalistas del Oriente asiático, como el Japón. Lo de que el Estado japonés practique una especie de "economía industrial" y dirija la economía es un mito; lo que hay es una economía mixta muy parecida a la estadounidense, que ha crecido a pesar de la política del gobierno: el MITI se oponía en un principio a la exportación de automóviles, por ejemplo. Pero yo creo que sigue siendo una economía más imitativa que innovadora. Su desarrollo tecnológico sigue siendo básicamente derivativo.

Y todo esto, ¿qué revela acerca de la economía? Usted dice que la economía es una ciencia que avanza a lo largo del tiempo y se caracteriza por su capacidad de predicción, pero ¿por qué esta interminable oscilación metodológica entre el Estado y el mercado?

Eso no es economía. Eso es filosofía, ciencia política.... Que tiene un elemento económico, por supuesto. La economía es una ciencia mucho más difícil que la física, fundamentalmente, sobre todo por la gran dificultad de la experimentación. La gente cree que las ciencias naturales producen verdad, y no es así. Las ciencias naturales, lo mismo que las ciencias económicas, producen hipótesis que se aceptan mientras no aparezcan otras mejores, y mientras no aparezcan datos que las contradigan.

Yo sí tengo dudas sobre algunas de las direcciones en que se ha desarrollado la ciencia económica. Yo mismo soy un economista cuantitativo, pero creo que los ordenadores han puesto demasiado fácil el hacer trabajo cuantitativo sin entender lo que se hace. Y creo que ha habido una orientación excesiva de la ciencia económica hacia la pura matemática en sí y por sí, frente al contenido económico. Si es eso lo que la gente de talento quiere hacer, hay que darle la posibilidad de hacerlo. Pero yo, personalmente, creo que ha habido un exceso.

Friedrich Hayek da una explicación sociobiológica del atractivo perenne del socialismo. Dice que, a lo largo de casi toda su historia, la humanidad subsistió en grupos sencillos de cazadores y recolectores, y que todas las relaciones importantes eran cara a cara. Los pocos milenios de civilización, un mero instante desde el punto de vista de la evolución, no han sido suficientes para acostumbrarnos a relaciones impersonales como es el sistema de precios. De ahí que la gente responda

emocionalmente y quiera acabar con los terratenientes codiciosos, por ejemplo, a pesar de la fuerza de los argumentos intelectuales contra el control de los arrendamientos.

¿Qué piensa usted de la tesis de Hayek de que el socialismo es la nostalgia del regreso a un mundo más sencillo, en el que los sacerdotes y los jefes tribales eran los que tomaban las decisiones por el individuo?

Estoy de acuerdo con Hayek. Creo que estamos muy influidos por nuestra estructura genética. Yo personalmente prefiero el capitalismo por motivos morales, pero siempre he dicho que la única razón de su supervivencia es su éxito material. Para la mayoría de la gente el socialismo es emocionalmente más satisfactorio.

Una de las cosas que me preocupan mucho es que yo creo que una economía relativamente libre es condición necesaria para una sociedad democrática. Pero también creo que hay indicaciones de que una sociedad democrática, una vez establecida, destruye la economía libre. De modo que desmontar el Estado del Bienestar es difícilísimo, de eso no cabe la menor duda.

Pero, mire usted, yo hace poco he hecho un pequeño cálculo que creo que le parecerá interesante. Hace unos doscientos años, un periódico inglés afirmaba: "Los esclavos son veintitrés veces más numerosos que las personas que disfrutan, en grado tolerable, de los derechos de la persona humana". Yo ahora calculo que esa proporción ha caído en los dos últimos siglos de 23:1 a aproximadamente 3:1.

Así que todavía nos queda mucho que andar, pero se ha avanzado.

GRAFICO DEL MES

EL GRAFICO DEL MES

LA INVERSION EXTRANJERA EN ESPAÑA

La inversión extranjera es uno de los fenómenos que mejor se ajustan a la evolución del ciclo económico español. En 1.978, la inversión extranjera, medida en dólares, había duplicado la posición anterior a la crisis, registrando un ritmo moderadamente creciente hasta 1.985, en cuyo año la inversión extranjera en dólares había multiplicado por dos la computada en 1.978.

Pero es en los años 1.986 y 1.987, coincidiendo con la fase expansiva de la economía española y, más concretamente de la formación bruta de capital fijo, la inversión extranjera neta avanzó desde 2.458 millones de dólares en 1.985 a 7.989 millones en 1.987. Incremento del 224% en sólo dos años, muestra el excepcional crecimiento de variable tan estratégica, lo que evidentemente ha acelerado el dinamismo económico actual.

A falta de los datos de noviembre y diciembre, y bajo el supuesto de que en dichos meses se mantenga la tendencia de los precedentes, la inversión neta extranjera se situará en 7.389 millones de dólares, el 7.5% menos que en 1.987.

La participación de la inversión extranjera neta en la formación bruta de capital en España ha evolucionado de la siguiente forma:

PARTICIPACION EXTRANJERA EN LA INVERSION ESPAÑOLA

	<u>Inversión extranjera (saldo anual)</u>	<u>Formación interior bruta de capital</u>	<u>%</u>
1.975 . .	34.877	1.717.610	2.03
1.978 . .	93.763	2.578.000	3.64
1.980 . .	108.009	3.548.093	3.04
1.982 . .	196.045	4.156.646	4.72
1.985 . .	417.992	5.275.588	7.92
1.986 . .	721.286	6.123.999	11.78
1.987 . .	986.494	7.386.063	13.36
1.988 (avance)	864.500	8.850.700	9.77

Como puede verse, con la excepción de 1.986 y 1.987, la inversión extranjera en España no supera el 10% de la inversión total, lo que invalida los juicios que suelen hacerse sobre la colonización de la economía española por el capital extranjero. Las inversiones directas en capital en 1.987 supusieron el 4.5% de la formación bruta de capital de aquel año y en 1.988 se estima equivaldrían a sólo el 3.8%, cuotas que ciertamente no pueden considerarse como excesivamente elevadas.

Cuando se analiza la estructura de la inversión extranjera, resulta evidente la progresiva importancia adquirida por las inversiones en bolsa que alcanzarán su cenit en 1.987, probablemente atraídas por los elevados tipos de interés real vigentes en España. Referido a los años más significativos de la serie analizada, la estructura de la inversión extranjera ofrece el siguiente esquema:

PORCENTAJE DE PARTICIPACION DE LAS MODALIDADES DE INVERSION
EXTRANJERA (En % de la inversión extranjera total)

	Inversiones directas	Inversiones en cartera	Inversiones en inmuebles	Otras inversiones
1.975	50.5	-11.5	44.9	16.1
1.978	50.5	3.7	35.6	10.2
1.980	61.3	1.2	38.7	-1.2
1.982	53.7	0.7	37.0	8.6
1.985	40.1	19.9	38.5	1.5
1.986	39.8	32.8	26.5	0.9
1.987	32.9	42.7	22.6	1.8
1.988 (avance)	39.2	27.0	32.4	1.4

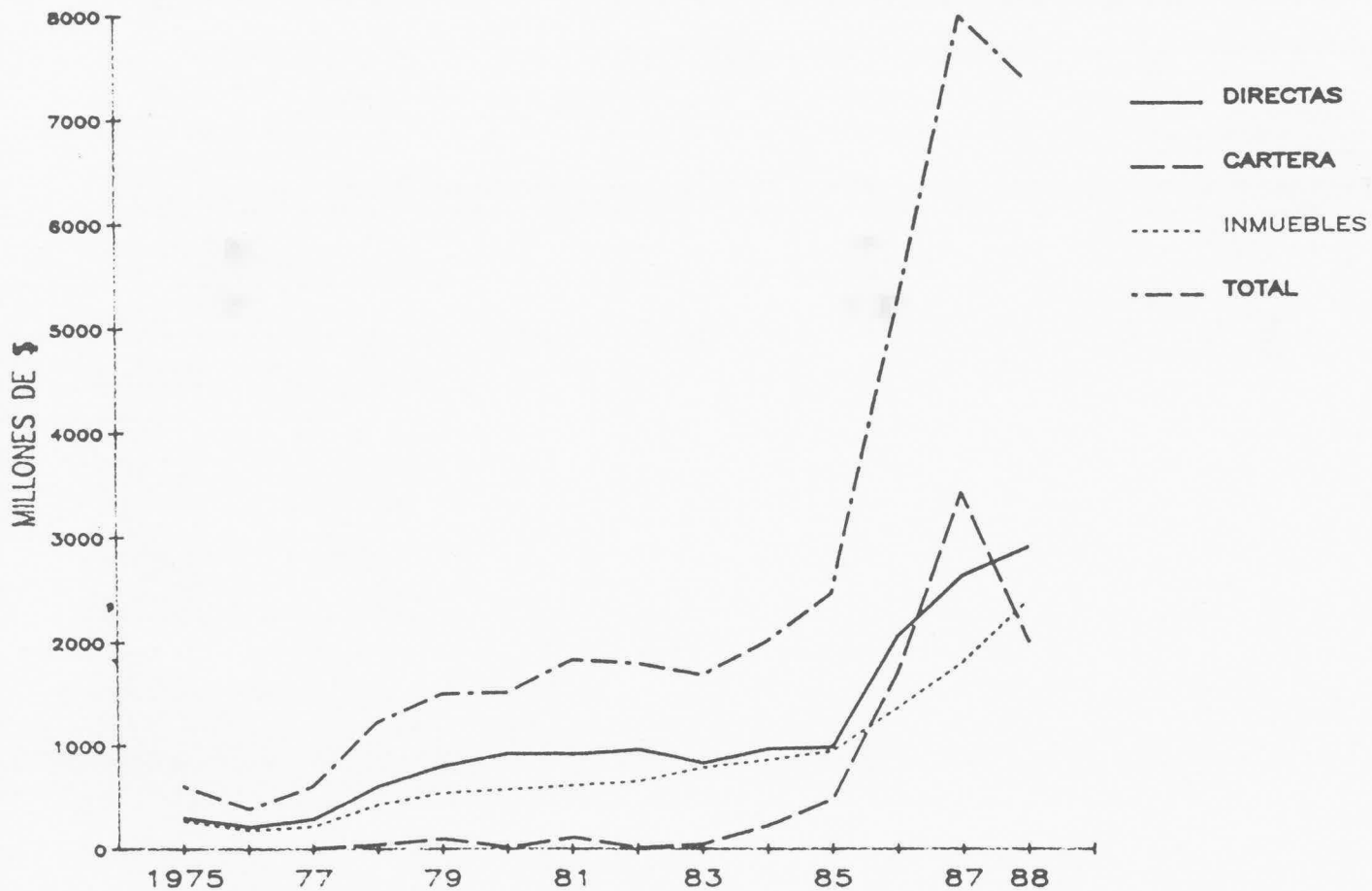
La inversión extranjera en inmuebles mantiene una proporción casi constante, absorbiendo cada año aproximadamente la tercera parte de la inversión extranjera total. La modalidad inversora más irregular son las inversiones en cartera, muy influidas por el comportamiento de la Bolsa y los tipos de interés. Las inversiones directas, es decir, las inversiones fijas en empresas, que son las que más inciden en la capacidad productiva española y en su nivel de competitividad, han mantenido en el tiempo situación muy estable en los años de crisis, en torno a los 800/1.000 millones de dólares, para expandirse sustancialmente en los tres últimos años, coincidiendo con la fase superadora de la crisis económica y multiplicando por tres el volumen de inversión de los años precedentes.

INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA- SALDOS NETOS EN MILLONES DE \$ -

	<u>DIRECTAS</u>	<u>CARTERA</u>	<u>INMUEBLES</u>	<u>TOTAL</u>
1.975	307.0	-70.2	272.9	607.5
1.976	219.3	-86.2	181.1	390.2
1.977	298.1	8.7	223.9	617.2
1.978	617.0	45.0	434.0	1.221.0
1.979	812.6	98.3	549.2	1.497.8
1.980	923.8	17.7	583.7	1.506.4
1.982	917.1	114.5	618.0	1.821.6
1.982	958.4	12.2	660.8	1.784.5
1.983	833.2	49.5	789.3	1.673.1
1.984	967.6	229.6	860.6	2.000.0
1.985	985.3	489.7	946.5	2.458.2
1.986	2.049.0	1.689.0	1.364.1	5.150.2
1.987	2.629.2	3.414.3	1.801.9	7.989.1
1.988 (avance)	2.897.1	1.993.5	2.393.2	7.388.8

Fuente: Registro de Caja del Banco de España

INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA
(SALDOS EN MILLONES DE DOLARES)



INSTANTANEA ECONOMICA

INSTANTANEA ECONOMICA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONOMICA, NUM. 21, DICIEMBRE 1.988

VARIACIONES DE LA POBLACION ACTIVA, EL EMPLEO Y EL PARO POR COMUNIDADES AUTONOMAS

- III Trimestre 1.988 s/III Trimestre 1.987 -

(%)

	POBLACION ACTIVA			POBLACION OCUPADA				TASA DE ACTIVIDAD		TASA DE PARO		
	VARO NES	MUJE RES	TOTAL	AGRICUL TURA	INDUS TRIA	CONSTRUC CION	SERVI CIOS	TOTAL	III TRI- MESTRE 87	III TRI- MESTRE 88	III TRI- MESTRE 87	III TRI- MESTRE 88
ANDALUCIA	0.24	8.85	2.79	-2.43	1.00	13.77	6.28	4.72	46.90	47.34	31.87	30.58
ARAGON	0.49	2.22	1.04	-5.10	2.91	9.49	2.53	2.00	46.79	46.86	13.66	12.85
ASTURIAS	0.40	-1.97	-0.48	0.13	0.91	1.06	-0.83	0.00	48.83	48.28	19.70	19.32
BALEARES	1.85	13.56	5.97	-13.33	1.22	6.56	10.22	8.45	50.10	52.48	11.40	9.35
CANARIAS	5.51	6.65	5.90	-2.26	9.51	5.48	6.93	6.03	49.95	51.71	23.44	23.34
CANTABRIA	5.26	9.34	6.60	-2.96	2.29	16.80	3.66	4.62	47.11	49.70	18.96	20.45
CASTILLA Y LEON	-0.91	3.85	0.60	-6.30	-3.20	14.37	1.96	-0.09	46.75	46.56	16.38	16.95
CASTILLA-LA MANCHA	1.08	8.20	3.06	-2.96	2.29	16.80	3.66	3.04	44.39	45.27	14.24	14.26
CATALUÑA	-0.91	-0.80	-0.88	-11.13	3.38	8.79	2.38	2.48	53.18	52.22	20.61	17.93
EXTREMADURA	-1.34	15.82	3.31	-0.59	6.45	26.12	3.98	4.93	44.38	45.28	26.40	25.27
GALICIA	0.27	6.79	2.88	2.16	3.71	18.37	1.74	3.47	52.53	53.59	11.99	11.49
MADRID	1.15	-2.20	0.00	-20.16	-2.25	12.59	-0.81	-0.60	48.80	48.07	16.48	16.99
MURCIA	1.42	5.81	2.88	2.58	10.84	22.63	-3.44	3.04	48.98	49.55	18.07	17.94
NAVARRA	-2.76	1.86	-1.21	0.36	-5.54	12.62	4.38	1.36	49.48	48.31	14.78	12.56
VALENCIANA	0.53	4.67	1.94	-1.50	3.41	3.02	5.15	3.68	50.44	50.80	18.32	16.92
PAIS VASCO	-3.67	5.91	-0.52	-1.08	-8.01	12.72	4.86	0.34	50.01	49.19	22.71	22.03
LA RIOJA	0.74	16.07	5.13	7.09	0.75	3.39	8.89	5.33	46.80	48.62	13.73	13.55
TOTALES	0.54	4.34	1.81	-2.16	1.31	11.96	3.57	2.86	49.18	49.27	20.21	19.39

Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA). Instituto Nacional de Estadística

COMENTARIO: Los resultados de la EPA, correspondientes al tercer trimestre de 1.988, han mostrado crecimiento de la población activa (1.8%) y del empleo (2.9%), para el conjunto de España, al comparar los datos resultantes con los de igual trimestre de 1.987. La tasa de actividad ha permanecido prácticamente constante ganando apenas una décima, mientras que la tasa de paro, debido al mayor crecimiento relativo del empleo que la población activa, ha registrado una reducción de ocho décimas.

En el crecimiento del empleo el comportamiento más significativo se ha registrado en el sector de la construcción que experimentó un crecimiento, a nivel estatal, del 12% seguido de los servicios (2.9%) y menos intensamente en el sector industrial (1.3%). La agricultura y pesca, prosiguiendo la tendencia histórica de caída del empleo, acusó descenso del -2.2%, respecto a la población ocupada en el tercer trimestre de 1.987.

Los datos analizados, confirman la tendencia creciente del ciclo económico, caracterizado por la notable expansión del empleo, por encima del crecimiento de la productividad. Un crecimiento del empleo sin embargo menor que el detectado en el primero y segundo trimestre del año (5.3 y 3.3% respectivamente), pero en línea con la tendencia expansiva iniciada en 1.985.

Los datos de la EPA del tercer trimestre muestran comportamiento desigual entre las diecisiete Comunidades Autónomas, lo que debe configurar su crecimiento económico diferenciado. Los rasgos más significativos de esas diferencias son los siguientes:

- a) El crecimiento del empleo en el tercer trimestre, en comparación con igual trimestre del año anterior, para eliminar la estacionalidad, fue especialmente intenso en Baleares (8.4%), Canarias (6%), La Rioja (5.3%), Extremadura (4.9%), - Andalucía (4.7%) y Cantabria (4.6%), resultado esperado en las tres primeras comunidades y quizás en Andalucía, pero sorprendente en Extremadura y Cantabria.
- b) Por el contrario, se ha registrado un descenso del empleo o un crecimiento muy bajo en Madrid (-0.6%), Castilla y León (-0.1%), Asturias (0%) y País Vasco (+0.3%). - Estos datos concuerdan bien con lo que pudiera esperarse, ya que en el caso de la comunidad madrileña, se observa retorno de población a sus regiones de origen.
- c) Desde la vertiente sectorial es notable el crecimiento del empleo en construcción con tasas muy elevadas en todas las CC.AA. Sorprende - habrá que tomarlo con reserva - el menor crecimiento computado en la Comunidad Valenciana y la Rioja, con tasas de crecimiento del 3 y 3.4% respectivamente, frente al 12% de - la media nacional. Asturias con el 1.1% confirma el declive económico de dicha comunidad.
- d) En el sector primario (agricultura y pesca) destacan - por su significación relativa - las pérdidas de empleo en Castilla y León (-6.3%) y Aragón (-5.1%) y, en sentido contrario, la expansión del empleo agrario en La Rioja (7.1%).
- e) La industria mostró un comportamiento bastante equilibrado; siendo notable la - pérdida de empleo industrial en el País Vasco (-8%) y Navarra (-5.5%). Por el - contrario, es significativo el crecimiento del empleo industrial en Murcia, Canarias, Extremadura, Galicia, País Valenciano, Cataluña y Aragón.
- f) Las tasas de actividad, excepcionalmente bajas en el conjunto de Comunidades Autónomas, han mejorado algo en Baleares, Canarias y La Rioja. Algunas comunidades como Asturias, Castilla y León, Cataluña, Madrid, Navarra y País Vasco, han contemplado caída en la tasa de actividad, en algún caso por razones demográficas, pero en otros confirmando el declive de sus respectivas economías.
- g) En cuanto a la tasa de paro, aparte de su menor dimensión en Baleares, Galicia, Navarra y Aragón, destaca el descenso registrado en Cataluña, Navarra, Baleares, Comunidad Valenciana, Andalucía y Extremadura. Por el contrario, la tasa de paro se ha aumentado en Cantabria, Castilla y León y Madrid.

EL LIBRO DEL MES

El Libro del Mes

EL GRAN PERSUASOR

**John Maynard Keynes: "Ensayos de persuasión"
(Versión castellana de Jordi Pascual)
Editorial Crítica. Grupo Editorial Grijalbo
Barcelona, 1988**

El libro que "Cuadernos" sugiere incorporar a su biblioteca a los lectores constituye una obra básica de Economía Aplicada y tiene como autor a uno de los mejores economistas del siglo: John Maynard Keynes. La acaba de incluir a su colección "Crítica" la Editorial Grijalbo como su número 181. Se trata de los "Ensayos de Persuasión" tal y como figuran en la colección de las obras completas de Keynes editadas por la "Royal Economic Society". ¿De qué se ocupan estos "Ensayos" keynesianos?. ¿Por qué los recomendamos como "Libro del Mes"?.

La primera de esas preguntas tiene una fácil respuesta en el título de la obra: tratan de persuadir al lector sobre el acierto del planteamiento y soluciones a los problemas que dominaron a la economía mundial entre la Paz de Versalles y el abandono del patrón-oro por Gran Bretaña (27 de septiembre de 1931). Los "Ensayos" de esa etapa fueron los que Keynes integró en su obra cuando éste la editó en noviembre de 1931. Al incorporar estos "Ensayos" a la obra completa de Keynes, el periodo de observación se amplía por sus editores hasta 1940, ganando así dos trabajos más cuyas semejanzas con los folletos anteriores son claras ("Los medios para la prosperidad", 1933 y "Cómo pagar la guerra", 1940). Es esta edición definitiva de los "Ensayos de Persuasión", la que el profesor Jordi Pascual ha traducido al castellano y ha publicado "Crítica".

Ese breve parte del "Libro del Mes" basta para darse cuenta del propósito de Keynes al editarlo: difundir sus puntos de vista sobre una variada selección de los temas de su tiempo para crear una opinión pública favorable a través de sus lectores. El lema de esta obra de Keynes podría ser el que se le atribuyó en su tiempo: "Evadir los Tratados, lanzar folletos al viento", una consigna combativa para ganar una administración económica más racional que la aplicada por los políticos de la época. En este tipo de "Ensayos" -breves folletos o artículos- de economía aplicada, Keynes fue un maestro. Es imposible mejorar su exposición literaria y aumentar su fuerza dialéctica. La variedad temática de los "Ensayos" la informa la propia evolución de los hechos que dominan el paréntesis temporal de su referencia.

Los "Ensayos" se inician con un examen de los argumentos de la obra que dió a Keynes fama mundial: "Las consecuencias económicas de la paz". Son muchos los que estiman que es esta su mejor obra. No sólo por la forma en que se escribió, que ha llevado a incluir muchos de sus pasajes en las antologías de lengua inglesa, sino por la maestría con la que se unen los argumentos técnicos y políticos con los personajes que interpretaron la historia del Tratado de Versalles. Cualquier comentario de "Las consecuencias económicas de la paz" -que inevitablemente debe dividir su contenido- no hace justicia a la unidad cerrada de su exposición, a la formidable fuerza dialéctica de su argumento unitario. No obstante, es cierto -como indicó Dennis Robertson- que en "Las consecuencias económicas de la paz" hay tres libros en uno: un folleto político, que ataca con fuerza incontenible la moralidad de los Tratados de la Paz de Versalles (una paz injusta "cartaginesa", según la denominó Keynes) a la luz de las ideas vigentes en el momento del armisticio; una discusión técnica rigurosa de las cláusulas económicas de los Tratados de Paz (las célebres reparaciones alemanas imposibles de pagar en opinión de Keynes) y una discusión y crítica de las relaciones económicas internacionales y relaciones entre clases antes de

1914. La unión entre estos libros es perfecta y el aderezo del análisis, concediendo especial importancia al carácter de los políticos que firmaron los Tratados, ofrece una nueva perspectiva de los problemas planteados. Si el lector nos permite una recomendación, podría aprovechar la oportunidad para conocer no sólo el resumen de esta obra fundamental de Keynes -a través de la síntesis de sus argumentos que contienen los "Ensayos de Persuasión"- sino a adquirir su versión castellana completa que la propia Editorial Crítica incorporó a su colección con el número 172 (*).

El segundo tema abordado por Keynes en los "Ensayos de Persuasión" es el que se refiere a la inflación y deflación. Se trata de unas páginas que el lector debe leer sin prejuicios. Se ha afirmado con insistencia y con error que Keynes fue un propagandista pertinaz de la inflación como solución de los problemas de su tiempo. Nada más lejos de la realidad. Keynes pensaba que la salvación del sistema capitalista residía en su eficacia. Si esa eficacia no era infinitamente superior a la del comunismo, el sistema capitalista sucumbiría (**). Esa eficacia del sistema capitalista es la que le exige no caer en la inflación. Ya en "Las consecuencias económicas de la paz" Keynes había recogido un pensamiento atribuido a Lenin: "No existe un medio más sutil y más seguro de destruir las bases de la sociedad capitalista que alterar el valor de su dinero". La inflación es, por tanto, para Keynes el gran disolvente de la eficacia de la sociedad capitalista. La denuncia de los efectos de la inflación llevaría a Keynes a escribir las mejores páginas que nin-

(*) John Maynard Keynes: "Las consecuencias económicas de la paz", Editorial Crítica, Grupo Editorial Grijalbo, Barcelona, 1987.

(**) A la inversa, podría afirmarse siguiendo el argumento keynesiano, que la forma de luchar contra el comunismo era derrotarle con la administración eficiente de recursos que logra el capitalismo y obligarle a cambiar su lógica económica. ¿No es ésta la enseñanza que ofrece la "perestroika"?

gún economista haya escrito jamás sobre el tema. Esas páginas forman parte de su "Tract on Monetary Reform" que se incluyen en los "Ensayos de Persuasión". Son páginas de una fuerza y de un acierto extraordinarios que el lector tiene disponibles en las páginas 69 y siguientes de la edición española de este ensayo. Su argumento central es que el gran ganador de la inflación es el empresario, pero sus beneficios extraordinarios ganados gracias a la inflación constituyen la causa de su desprestigio social: "Convertir al empresario en un logrero es asestar un golpe al sistema capitalista porque destruye el equilibrio psicológico que permite la perpetuación de recompensas desiguales. La doctrina económica de los beneficios normales, vagamente aprehendida por todos, es una condición necesaria para la justificación del capitalismo. El empresario solo es tolerable socialmente en la medida en que puede sostenerse que sus ganancias están, en alguna relación, con lo que, aproximadamente y en algún sentido, sus actividades han aportado a la sociedad". Son estas unas palabras que todo empresario debería grabar en su mente y que todo político que desee consolidar la legitimación social del sistema de economía de mercado jamás debe olvidar.

Pero a Keynes le preocupaba igualmente el otro mal del sistema capitalista: el desempleo y para luchar contra él recomendó en los años de "Ensayos de Persuasión" el uso de la política monetaria y la revisión del patrón-oro. En esa pretensión Keynes chocó frontalmente con la decisión adoptada por Winston Churchill como Canciller del Tesoro de Inglaterra que el 28 de abril de 1925 decidió restaurar el patrón-oro que había sido abandonado durante la I Guerra Mundial. Esa vuelta al patrón-oro se decidió sobre la base de establecer una paridad de la libra con el oro exactamente igual a la paridad de la ante-guerra. Esta paridad de la ante-guerra se había perdido durante el conflicto y también durante la paz subsiguiente, de tal forma que, en relación con la principal divisa competitiva del momento, el dólar, la libra se cotizaba por debajo de su nivel de la ante-guerra. Dicho en otros términos: la fijación de la paridad de la libra en relación con el oro se hizo a un tipo de cambio

que sobrevaloraba el que en aquel momento regía en el mercado. Keynes publicó tres artículos demoleedores contra esa decisión de Churchill en el "Evening Standard" que recogería más tarde en un folleto titulado expresivamente "Las consecuencias económicas de Mr. Churchill". En ese trabajo -uno de los más proféticos que Keynes escribió en su vida- indicaba que el error fundamental de Churchill estuvo en sobrevalorar la libra en un 10% respecto de su cotización en el mercado y que esa decisión iba a producir una gran depresión en las industrias exportadoras británicas, las principales y directamente afectadas por la decisión de Churchill. La rigidez de los salarios haría que esas industrias exportadoras no pudiesen conseguir mejores costes y que, por lo tanto, fuesen víctimas de una depresión profunda que extendería el paro en Gran Bretaña. Los efectos pronosticados por Keynes no tardaron mucho tiempo en registrarse. El lector de los "Ensayos de Persuasión" tiene ese documento en las páginas 213 y siguientes de la edición española.

La extensión del paro masivo a consecuencia de la vuelta al patrón-oro en las condiciones en que Churchill lo había hecho, se convertiría en los finales de los años 20 en el gran mal de la sociedad británica. Es en esta circunstancia cuando Keynes escribe otro de sus folletos: "¿Puede hacerlo Lloyd George?". Folleto escrito en colaboración por Hubert Henderson en apoyo de la campaña de Lloyd George en las elecciones generales de 1929. La gran novedad de este folleto keynesiano reside en defender el gasto y las obras públicas como elemento fundamental para sacar a Gran Bretaña del paro en el que estaba sumida. Lloyd George, pese al apoyo keynesiano, no logró la victoria en las elecciones del 29. Tampoco sus recomendaciones se siguieron por los gobiernos británicos y el país iba a sumirse, con otros países occidentales, en la Gran Depresión de los años 30. La evolución del pensamiento de Keynes en estos años puede seguirse a través de los artículos que se recogen en los "Ensayos de Persuasión" y, fundamentalmente, en el folleto "Los medios para la prosperidad", escrito en 1933 en el que se contienen

muchas de las ideas que iban a informar, posteriormente, la "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero". Obra capital de Keynes escrita en 1936 en la que el gran economista británico elabora el modelo al que respondía el comportamiento de los países capitalistas en los años 30. La "Teoría General" conmocionó el pensamiento económico y ofreció los medios y el punto de apoyo para elaborar una política frente a la crisis. Hoy, con la distancia del tiempo, comprendemos bien que la "Teoría General" fue la teoría de una economía en depresión, que no iba a informar ninguno de los programas políticos en esa década.

El lector puede encontrar la marcha del pensamiento keynesiano, las propuestas derivadas de la "Teoría General" y su interpretación en los artículos que el número 17 de "PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA" contiene.

En 1940, cuando Keynes vuelve otra vez a ser asesor de los gobiernos británicos y, curiosamente, de Winston Churchill, escribe un nuevo folleto: "Cómo pagar la guerra". Un folleto que debe interpretarse como una aplicación concreta de los argumentos teóricos contenidos en la "Teoría General" para evitar el mal al que podía llegar una economía asediada por los gastos bélicos: la inflación. De nuevo aquí la presencia del mal de la inflación -como la última consecuencia de una economía de guerra- testimonia la preocupación keynesiana por los efectos de la inflación. Este folleto keynesiano puede encontrarlo el lector en las páginas 367 y siguientes de los "Ensayos de Persuasión".

Otros muchos y breves "Ensayos" se contienen en la obra que comentamos y hacia los cuales queríamos llamar la atención de los lectores: el breve y luminoso panorama trazado a consecuencia de su estancia en la Rusia soviética en 1925, la conferencia pronunciada en Madrid en la Residencia de Estudiantes bajo el sugestivo título de "Las posibilidades económicas de nuestros nietos" en el año 1930. La estancia en Madrid de Keynes y sus opiniones sobre la si-

tuación de nuestra economía se recogen asimismo en el número 17 antes aludido de "PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA" y a él remitimos a los lectores que quieran recordar lo que Keynes opinaba de los problemas económicos españoles.

Completan los "Ensayos de Persuasión" algunas opiniones políticas que definen la posición ideológica de Keynes como son, por ejemplo: "El fin del laissez-faire", escrito en 1926 y "¿Soy un liberal?" escrito en 1925 así como "Liberalismo y laborismo" escrito en 1926. Por la lectura de esos "Ensayos" se podrá comprobar la peculiar ideología política de Keynes que él mismo definió en 1942: "Creo que se me debe considerar -y ésto me complacería- como un independiente. Pero, en verdad, sigo siendo un liberal y mi sitio en la Cámara debe estar con los liberales". Por los liberales fue invitado en distintas ocasiones a presentarse a las elecciones como tal y también lo fue por conservadores y laboristas. No aceptó en ningún caso esas invitaciones testimoniando el carácter de independiente con el que se autocalificaba.

La segunda pregunta que se formulaba al principio de este comentario era: ¿por qué recomendamos como "Libro del Mes" a los "Ensayos de Persuasión"? Hay tres respuestas a esta pregunta. Ante todo, porque es una obra divertida. Escribir de Economía y apasionar a los lectores es un don singular que muy pocos poseen. Keynes tuvo esa habilidad en un nivel al que ningún economista ha llegado. En segundo lugar, Keynes ofrece en los "Ensayos de Persuasión" un cuadro colorista de los hechos que han constituido la historia que condiciona nuestro tiempo. Son hechos distantes en el tiempo pero aleccionadores que deberíamos conocer quienes vivimos la crítica situación actual. En tercer lugar, nuestra recomendación del "Libro del Mes" es económica, una virtud importante para los hombres de las Cajas de Ahorros a quienes nos dirigimos. Si caen en la tentación de seguir nuestro consejo y adquieren los "Ensayos de Persuasión" y "Las consecuencias económicas de la paz" (ambas en la misma colección) no tendrán que desembolsar más de 3.000 pesetas.

¿Hay quien dé más por tan poco desembolso?. En cualquier caso, la compra vale la pena para completar su biblioteca, aunque por el momento no se tenga tiempo para su lectura. Es posible que una tarde de diciembre, en estos días que se aproximan de descanso, caigan en la tentación de leer la compra económica que hoy les recomendamos. Es seguro que cuando lo hagan no abandonarán la lectura emprendida y nos agradecerán la recomendación que hoy les hacemos.

