



*Real Academia  
de Ciencias Económicas y Financieras*

EL CICLO REAL vs. EL CICLO FINANCIERO  
UN ANALISIS COMPARATIVO PARA EL CASO ESPAÑOL

•SEMINARIO SOBRE POLÍTICA ANTICÍCLICA•

La realización de esta publicación  
ha sido posible gracias a



con la colaboración de



Obra Social "la Caixa"

19 de Enero de 2012



**EL CICLO REAL vs.  
EL CICLO FINANCIERO  
UN ANALISIS COMPARATIVO  
PARA EL CASO ESPAÑOL**

Publicaciones de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

**Hortalà Arau, Joan**

El ciclo real vs. el ciclo financiero: un análisis comparativo para el caso español: seminario sobre política anticíclica / trabajo presentado por el académico... Joan Hortalà Arau.

ISBN-13: 978-84-615-5874-2

I. Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras II. Colección

1. Discursos académicos 2. Ciclos económicos 3. Política anticíclica  
4. Crisis financiera

HB3711

La Academia no se hace responsable de las opiniones expuestas en sus propias publicaciones.

(Art. 41 del Reglamento)

---

Editora: © Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona, 2012

ISBN-13: 978-84-615-5874-2

Depósito legal: B-2524-2012

Nº registro: 2011132444

---

Esta publicación no puede ser reproducida, ni total ni parcialmente, sin permiso previo, por escrito de la editora. Reservados todos los derechos.

---

Imprime: Ediciones Gráficas Rey, S.L.—c/Albert Einstein, 54 C/B, Nave 12-14-15  
Cornellà de Llobregat—Barcelona

# REAL ACADEMIA DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

## SECCIÓN PRIMERA, “CIENCIAS ECONÓMICAS”

Presidente: Excmo. Sr. Dr. D. Alfonso M. Rodríguez Rodríguez

Secretario: Excmo. Sr. Dr. D. Antonio Argandoña Rámiz

### Vocales:

Excmo. Sr. Dr. D. José Barea Tejeiro

Excmo. Sr. Dr. D. Lorenzo Gascón

Excmo. Sr. Dr. D. Carles A. Gasòliba i Böhm

Excmo. Sr. Dr. D. Francisco Granell Trías

Excmo. Sr. Dr. D. Juan Hortalà Arau

Excmo. Sr. Dr. D. Jaime Lamo de Espinosa

Excmo. Sr. Dr. D. Dídac Ramírez Sarrió

Excmo. Sr. Dr. D. José Ángel Sánchez Asiaín

Excmo. Sr. D. Juan Tapia Nieto

Excmo. Sr. Dr. D. José Manuel de la Torre y de Miguel



# ÍNDICE

## EL CICLO REAL VS. EL CICLO FINANCIERO UN ANALISIS COMPARATIVO PARA EL CASO ESPAÑOL

### **Prólogo del Excmo. Sr. Dr. D. Jaime Gil Aluja**

Presidente Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras ..... XIII

### **Introducción del Excmo. Sr. Dr. D. Alfonso Rodríguez Rodríguez**

Presidente de la Sección Primera, Ciencias Económicas y Académico de  
Número de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras ..... XXI

### **Ponencia del Excmo. Sr. Dr. D. Joan Hortalà Arau**

Académico de Número y Vocal de la Sección Primera, Ciencias Económicas,  
de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras ..... XXIX

<b>1. EL CICLO ECONÓMICO</b> .....	31
1.1 La ley de Say .....	31
1.2 El “mundo clásico” vs. el “mundo keynesiano” .....	32
1.3 Clases de ciclos.....	33
1.4 Las fases del ciclo .....	34
1.5 Intensidad y duración: producción potencial y producción efectiva .....	35
<b>2. ANÁLISIS ECONÓMICO DEL CICLO</b> .....	36
2.1 Explicaciones de tipo particularizado .....	36
2.2 Explicaciones relativas al nivel de actividad .....	37
2.2.1 Keynesianismo .....	37
2.2.2 Neoclasicismo .....	38
2.2.3 Monetarismo .....	38
2.2.4 Expectativas racionales .....	38
2.2.5 Ciclos reales y nueva economía clásica .....	39

2.3 Implicaciones .....	39
2.3.1 A nivel conceptual .....	39
2.3.2 A nivel analítico .....	40
2.3.3 A nivel operativo .....	42
<b>3. EL CICLO REAL vs. EL CICLO FINANCIERO .....</b>	<b>43</b>
3.1 El ciclo financiero .....	43
3.1.1 Crisis bursátiles del siglo XX .....	46
3.1.1.1 El crac del 29 .....	46
3.1.1.2 La crisis de 1957 .....	47
3.1.1.3 La crisis del petróleo .....	49
3.1.1.4 La crisis de los “saving banks” americanos .....	51
3.1.1.5 La crisis de las “dot-com” .....	52
3.1.1.6 A modo de conclusiones .....	53
 <i>APÉNDICE</i>	
<i>LA CRISIS FINANCIERA 2007 Y LA SUBSIGUIENTE FASE CONTRACTIVA .....</i>	<i>54</i>
3.2 El ciclo real .....	56
 <i>APÉNDICE</i>	
<i>LA LEY DE OKUN EN EL CASO ESPAÑOL. HISPANOESCLEROSIS .....</i>	<i>59</i>
<b>4. INTERRELACIÓN: ANÁLISIS PREDICTIVO .....</b>	<b>63</b>
 <i>APÉNDICE</i>	
<i>LA INTERRELACIÓN EN EL CASO ESPAÑOL .....</i>	<i>69</i>
<b>5. TEORÍA Y POLÍTICA ANTICÍCLICA .....</b>	<b>72</b>
5.1 El marco conceptual .....	72
 <i>APÉNDICE</i>	
<i>MEDICIÓN DEL CICLO ECONÓMICO.....</i>	<i>74</i>
5.2 Política monetaria .....	76
 <i>APÉNDICE</i>	
<i>EL COEFICIENTE DE CRÉDITO .....</i>	<i>79</i>
5.3 Política fiscal .....	83
 <i>APÉNDICE</i>	
<i>EL PRESUPUESTO DEL ESTADO Y DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS .....</i>	<i>87</i>
5.4 Combinación de políticas .....	90

<b>APÉNDICE</b>	
<i>LA RELACIÓN INFLACIÓN-PARO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SEGÚN LA CURVA DE PHILLIPS</i> .....	92
5.5 Política comercial y cambiaria .....	95
<b>APÉNDICE</b>	
<i>EL SECTOR EXTERIOR EN ESPAÑA Y CIFRAS DEL COMERCIO MUNDIAL</i> .....	97
5.6 Ciclo político e índice de malestar .....	102
<b>Bibliografía</b> .....	109
<b>Publicaciones</b>	
Relación de las publicaciones de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras .....	113



# PRÓLOGO



EXCMO. SR. DR. D. JAIME GIL ALUJA  
Presidente Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras



---

# JAIME GIL ALUJA

---

Presidente Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

Una vez más la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España somete a la opinión pública a través de la publicación de esta obra una aportación al actual debate económico aportando, confrontando y contrastando aquellas teorías que suelen resultar útiles en la medida en que son susceptibles de inspirar la acción de los gobiernos a la vez que revitalizar las democracias al permitir al ciudadano una mejor información a través de la cual poder enjuiciar con conocimiento de causa las políticas adoptadas por nuestros gobernantes.

La actividad de la Real Corporación que me honro presidir, aunque ha sido siempre valorada por los estamentos responsables de la gestión económica de empresas e instituciones, se ha convertido hoy en urgente como consecuencia de la actual fase recesiva del ciclo económico. Es en los momentos difíciles cuando más importante es saber distinguir entre lo superfluo y lo esencial. Y es en este sentido cuando aparece con toda nitidez la afirmación de que no será suficiente con reducir nuestro gasto en lo prescindible -la tarea menos compleja- sino que también será necesario, al tiempo y con lo ahorrado de este modo, elucidar en qué sectores, si lo invertimos bien, seremos capaces de potenciar la ansiada recuperación. En definitiva, solo los buenos conocedores de la estructura y funcionamiento de los ciclos económicos podrán acertar cuál es el momento de ahorrar y cuál el de invertir con provecho.

Una muestra más de que nuestra Real Corporación se siente urgida por los acontecimientos y responde con ilusión a su vocación de servicio al país es la investigación que nos honramos en presentar: *“Interrelación entre el ciclo real y el ciclo financiero: análisis comparativo del caso español e implicaciones en política anticíclica”*, provechoso fruto del esfuerzo científico de nuestra Sección Primera, presidida por el Excmo. Sr. Dr. D. Alfonso Rodríguez Rodríguez, de cuyo trabajo ha sido ponente el Excmo. Sr. Dr. D. Joan Hortalà i Arau.

## PRESENTACIÓN

Apuntamos de entrada que no solo los estudiosos sino cualquier ciudadano informado es consciente de cómo en nuestra historia reciente -a veces por ignorancia, otras por comodidad- han sido muchos los gobernantes que han preferido abandonarse a la comodidad de la acción procíclica a asumir el papel de responsabilidad que les corresponde y “retirar el champán” de la fiesta cuando todo parece sumar en el “ciclo virtuoso” de la prosperidad.

Pero los ciclos existen -por mucho que en la fase de las vacas gordas se quiera creer que nunca llegarán las flacas- y solo los gobiernos que toman consciencia de su inevitabilidad pueden sortearlos con la eficiencia previsoras que, de haber adoptado las medidas adecuadas en su momento, tan alabadas lo serían ahora.

Por el rigor de este trabajo, por la ambición de incidir en la adopción de decisiones por parte de los agentes económicos y por las conclusiones que de él emanan estamos convencidos de que trascenderá sin duda el ámbito académico para convertirse en referente de ejecutores de políticas económicas y en uno de los centros del debate.

Desearíamos destacar aquí tanto el cuidadoso repaso de los antecedentes teóricos, como la innovadora utilización de los instrumentos de análisis empíricos utilizados. Gracias a ello, tanto el estudioso como el responsable último de la toma de decisiones, se hallará en disposición de contrastar el marco conceptual presentado con el veredicto inapelable de las series históricas que añadirán a su renovado juicio el peso de la experiencia.

Comprobarán entonces, gracias a los autores del trabajo, cómo el ciclo financiero precede en la caída y en la recuperación al real. Y lo harán no sólo mediante los indicadores habituales, sino por otros índices innovadores, como el “Índice de malestar” complementado “ad hoc” con el de crecimiento del PIB y el también revelador de los ciclos gubernamentales, elaborado por nuestro equipo con la muy apreciable colaboración del Servicio de Estudios de la Bolsa de Barcelona.

Quienes sientan justificada preocupación por la actual situación económica, podrán encontrar reunidas en estas páginas una parte importante de las aproximaciones teóricas y empíricas existentes sobre el estudio de los ciclos económicos, pero, sobre todo, dispondrán de los elementos suficientes para deducir, a la luz incuestionable de los hechos, cuáles han sido superadas por las realidades actuales y cuáles pueden ser aún útiles para indagar en nuestro mundo cada vez más repleto de incertidumbres.

Son muchas las lecciones que es posible extraer de esta investigación. Nos complace constatar la ambición con que se aborda la crítica a las más influyentes doctri-

nas económicas, así como el esclarecedor repaso de su influencia y efectividad en la elaboración de políticas presupuestarias, fiscales y monetarias.

También resulta enriquecedora la precisión y elegancia en el manejo de los índices bursátiles más significativos que permiten la presentación de conclusiones relevantes en cuanto a los efectos en profundidad y duración de los ciclos en los mercados financieros y su repercusión en el sistema económico en su conjunto.

Desearíamos que la lectura y estudio de este trabajo incitaran a los agentes económicos a replantearse ideas preconcebidas sobre el mercado de trabajo, cuyas reglas se están sometiendo ahora a una revisión que debería resultar trascendental para nuestra recuperación económica.

Pero es más, si entre los deberes de todo gobernante se halla la previsión de los acontecimientos significativos susceptibles de cambiar las perspectivas de la actividad económica y financiera, cuantos detenten las responsabilidades de la gestión, sea pública o privada, podrán beneficiarse de este análisis, en el que se constata, entre otros aspectos, la antelación del ciclo financiero al real en todos los periodos.

Los estudiosos, por su parte, podrán beneficiarse de una lúcida revisión, a la luz de los hechos, de las teorías económicas que hoy parecen merecer el consenso sobre el que los “decision makers” europeos planifican sus iniciativas. En definitiva recomendamos encarecidamente la lectura de este estudio y su consideración para fundar las tan urgentes como necesarias acciones del gobierno, de empresas e instituciones.

No podía llegar en mejor momento.



# INTRODUCCIÓN



EXCMO. SR. DR. D.  
ALFONSO RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ  
Presidente de la Sección Primera, Ciencias Económicas y Académico de  
Número de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras



# — ALFONSO RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ —

Presidente de la Sección Primera, Ciencias Económicas y  
Académico de Número de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras

La Sección Primera de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, consciente de la particular coyuntura económica presente, en la que se manifiestan los efectos del ciclo económico en ambos sectores, real y financiero, con una intensidad y virulencia en otros tiempos desconocidas, consideró en su primera sesión del Curso 2010-2011 destinar su trabajo anual al estudio de un tema de permanente presencia en los análisis macro-económicos con particular trascendencia en nuestra coyuntura actual, me re-fiero a la interacción entre los ciclos financiero y real en momentos de crisis. Los primeros, como exponentes de la evolución financiera coyuntural, los segundos, como directo reflejo de las fluctuaciones existentes en los niveles de la actividad económica.

Su interrelación y desencadenamiento entre ambos ciclos fueron objeto de estudio por economistas tan relevantes como Timbergen, Klein, Kalecki, Keynes, Minsky y Kindleberger, entre otros muchos, desarrollando modelos macroeconómicos orientados tanto a la explicación de sus interrelaciones entre ellos, mediante la descripción de las variables discriminantes correlacionadas, como a la predicción que es el antecedente que habilita la elaboración de las políticas anticíclicas y de estabilización.

Confrontan en este intento posturas los neoclásicos y monetaristas, consecuentes con sus diferentes concepciones del ciclo económico. Un cierto consenso entre ellas sí acepta la eficacia de políticas fiscales no discrecionales en situaciones excepcionales, como sucede en la coyuntura actual que aqueja a muchas economías mundiales.

El trabajo que aquí presentamos orienta su estudio al contraste empírico de la anticipación del ciclo financiero al real, tanto en el caso español como en el de otras economías tan relevantes como son las de Alemania, Francia y el Reino Unido, en la Unión Europea, y también en las economías norteamericana y japonesa, de tan indudable trascendencia mundial.

## INTRODUCCIÓN

Los indicadores utilizados, explicativos de los ciclos financieros, son los índices bursátiles, contemplados desde 1929 al 2007. Han sido seleccionados para este trabajo los de la Bolsa de Barcelona-Ibex-35 de España, All-Shares de Gran Bretaña, SBF-250 de Francia, CDAX de Alemania, Dow Jones de Estados Unidos de América y Nikkei de Japón. De su análisis se desprenden las conclusiones que se expondrán entre las que figura, como origen de una crisis bursátil, la caída de confianza en un cierto sector concreto que, una vez consolidada, deriva en una crisis financiera ya seguida de una general recesión en la actividad económica.

El trabajo que presentamos añade un estudio gráfico predictivo y comparativo de los efectos de la crisis del 2007, en los niveles bursátiles español y norteamericano, a través del Ibex-35 y el Dow Jones, con el resultado de una duración del ciclo de 9 años para el primero, y de 8 años para el segundo, con fases contractivas respectivas de 3 y 2 años, y de recuperación de 6.

En cuanto a las fluctuaciones en los niveles de actividad económica se ha seguido la evolución del PIB, en los países referidos, entre los años 1929 y 2010. En sus conclusiones se destaca una evidente correlación entre el ciclo financiero y el real, tanto en fases expansivas como contractivas.

Creemos es interesante la incorporación de la ley de Okun en el estudio aplicado al caso español. Estudio que investiga las brechas producidas entre las producciones real y potencial, significativas de la expansión o contracción económicas, índice que relaciona las variaciones del PIB con las variaciones en los niveles de paro. El coeficiente de Okun para el caso español, ajustado entre los años 1976 y 2010, arroja un resultado de -0,95, excesivamente elevado respecto al de todos los demás países comparados, que debe interpretarse como resultado de una comparativamente excesiva rigidez protectora en nuestro mercado de trabajo.

El trabajo se extiende a la interrelación entre ambos ciclos, financiero y real, investigando su posible significado predictivo. Con este fin, se han seguido y analizado comparativamente ambos ciclos en los países seleccionados a partir de la Gran Crisis de 1929. Se estudian en él las crisis de 1957, 1973, 1987 y, finalmente, la crisis del año 2000. Del este estudio se sigue como conclusión que el ciclo financiero anticipa al ciclo real, con mayor reforzamiento a lo largo del tiempo, y con mayor precisión en las fases contractivas que en las de recuperación.

En el caso español la anticipación del ciclo financiero al real se confirma con una correlación positiva del 77%, en el periodo 1929-2010, siendo más rápida en fases de contracción que en las de recuperación.

Se completa el estudio con referencias puntuales a las Políticas anticíclicas. A la Política monetaria, con especial significación del coeficiente de crédito como un factor especialmente influyente de los movimientos cíclicos. A la Política fiscal, con exposición del comportamiento de los presupuestos del Estado y de las Comunidades Autónomas entre los años 1976 y 2001. También se analizan las consecuencias y posibilidades de coordinación y combinación entre ambas políticas anticíclicas.

Especialmente interesante es la observación del comportamiento de la relación inflación-paro según la curva de Phillips en el caso español. Ésta muestra una cierta fiabilidad del método desde el año 1976 hasta 1984, donde la correlación muestra un nivel de la tasa natural de paro, no aceleradora de inflación, del 6%. Desde el año 1985 al 2010 la correlación es muy débil y poco significativa, donde la tasa natural de paro, no aceleradora de inflación, se eleva al 10,8%.

Se completa el trabajo con una extensión a otras políticas que, no siendo propiamente políticas anticíclicas, sí contribuyen a la estabilidad del ciclo. Tales como la Política comercial y cambiaria, haciéndose una especial referencia al Sector Exterior de España y al Comercio Mundial.

El comportamiento del llamado índice de malestar en el caso español, índice que agrupa las tasas de paro e inflación, finaliza este estudio. Fue corregido posteriormente añadiendo otras tasas que atienden a la evolución de la economía y los tipos de interés a largo plazo. Particularmente, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Barcelona ha elaborado un índice propio que añade la tasa de crecimiento del PIB. Su trayectoria gráfica permite realizar interesantes observaciones respecto al devenir español en ciertos periodos gubernamentales y también una predicción mediante la proyección futura.

No sería justo finalizar la presentación de este trabajo, que ante Uds. expondrá seguidamente el ponente del mismo, el Excmo. Sr. Dr. D. Joan Hortalá Arau, sin expresarle a él mi agradecimiento y felicitación por la excelente labor realizada, así como a todos los demás académicos integrantes de la Sección Primera por su inestimable cooperación y participación durante el presente Curso en el trabajo, los Excmos. Srs. Drs. Argandoña Rámiz, Barea Tejeiro, Gascón Fernández, Gasóliba y Böhm, Granell Trías, Lamo de Espinosa, Ramírez Sarrió, Sánchez Asiaín, Tapia Nieto y de la Torre y Miguel. También deseo mostrar nuestro reconocimiento al Servicio de Estudios de la Bolsa de Barcelona, por su desinteresada colaboración al buen fin del estudio realizado.

Alfonso M. Rodríguez Rodríguez  
Presidente de la Sección Primera de la Real Academia de  
Ciencias Económicas y Financieras



EXCMO. SR. DR. D. JOAN HORTALÀ I ARAU

*Académico de Número y Vocal de la Sección Primera*



---

# JOAN HORTALÀ I ARAU

---

Académico de Número y Vocal de la Sección Primera

## 1. EL CICLO ECONÓMICO

La actividad económica se manifiesta en periodos de expansión y de contracción, y tiene movimientos oscilatorios que reciben el nombre de *ciclos económicos*. Constatado el fenómeno, la política macroeconómica persigue lograr la estabilización de la economía.

Los ciclos económicos también se conocen como *fluctuaciones económicas*. Sin embargo, técnicamente, los ciclos son movimientos *periódicos* y *recurrentes*, es decir, se suceden en periodos determinados de tiempo y alternando expansiones y contracciones, mientras que las fluctuaciones pierden la característica de la periodicidad y se definen sólo como *movimientos recurrentes*. No obstante, en la práctica se suelen utilizar ambos términos de manera indistinta, excepto en las ocasiones en que el término *fluctuaciones* se asocia con perturbaciones a corto plazo y de escasa intensidad.

### 1.1 La ley de Say

El ciclo, como sucesión de bajadas y subidas del nivel de actividad, es consustancial a la economía. De forma anecdótica, una primera versión de este fenómeno se puede ver en los pasajes bíblicos en que el judío José interpreta el sueño del faraón relativo a siete años de vacas gordas y siete años de vacas flacas.

Esta consideración anecdótica no deja de ser un precedente que evidencia, sea cual sea el sistema de organización de la economía, la coexistencia de fluctuaciones y actividad económica, y contradice las percepciones ideológicas que asocian los ciclos exclusivamente con el sistema capitalista.

Anécdota e ideología aparte, el análisis moderno de algo tan evidente como la naturaleza cíclica de la economía tiene su origen, como tantas otras cuestiones, en el periodo de la economía clásica, en el contexto de la Revolución Industrial. Sin embargo, los economistas de dicha escuela niegan teóricamente la posibilidad de *crisis generales de sobreproducción* y, ante el hecho irrefutable de los vaivenes de la producción y el empleo, defienden tan solo la existencia de perturbaciones ocasionales que, en su caso, se autocorrigen. Este punto de vista, dado que el análisis económico clásico considera principalmente el largo plazo, se fundamenta en lo que se conoce como la *ley de Say*.

Jean-Baptiste Say (1767-1832), el clásico francés más reputado, afirmó que “la mera circunstancia de la creación de un producto inmediatamente abre un mercado para otros productos”. En síntesis: la oferta crea la propia demanda.

Por tanto, no puede existir sobreproducción, porque si el ingreso total de la economía equivale al valor total de los bienes y servicios producidos, la parte de los ingresos no aplicados al consumo, o sea el ahorro, es igual a la inversión, y entonces la demanda agregada se iguala necesariamente a la oferta agregada.

## 1.2 El “mundo clásico” vs. el “mundo keynesiano”

Aceptada la Ley de Say por los clásicos, la perseverancia en su aceptación descansa en el hecho que en un mercado competitivo de fondos prestables, aun-que coyunturalmente no se iguale a la inversión, el tipo de interés perfectamente flexible los equiparará. Si, desde este punto de vista, *inversión* > *ahorro*, la demanda de crédito será más grande que la oferta y el tipo de interés subirá; si *inversión* < *ahorro*, justo al revés. En aquel caso, el ahorro estará más motivado y aumentará hasta coincidir con la inversión; en el otro, desincentivado, se reducirá y se restablecerá gradualmente la igualdad.

En este contexto, es obvio que la sobreproducción no es posible, porque: 1) el ahorro y la inversión dependen del tipo de interés y su variación asegura el equilibrio; 2) precios y rentas son flexibles al alza y a la baja; 3) los mercados son de competencia perfecta; 4) la percepción dominante del funcionamiento de la economía es la relativa al largo plazo (producción real ° producción potencial) y, así, la oferta agregada es vertical, lo que implica que la variación del nivel de precios no altera la producción. Este mundo es el “mundo” de la teoría clásica.

J. M. Keynes (1883-1946) planteó otro “mundo” en el que: 1) el ahorro depende de la renta nacional y no, de una manera relevante, del tipo de interés; 2) la inversión, por su parte, si bien depende del tipo de interés, también depende de las expectativas empresariales; 3) inversores y ahorradores son grupos diferentes con motivaciones distintas; 4) los salarios son inflexibles a la baja; 5) los mercados no son perfectamente competitivos, ya que a la práctica la estructura oligopolística es la más habitual; 6) lo que es significativo es el corto plazo: “a largo plazo todos muertos”. En este otro mundo no hay automatismo y la existencia de sobreproducciones no es, ni mucho menos, una perturbación ocasional autocorregible.

### 1.3 Clases de ciclos

Los primeros análisis especializados sobre datos reales relativos a la existencia de ciclos económicos se dieron a partir de la segunda mitad del siglo XIX. Fueron los contrapuntos estadísticos a la percepción clásica sobre la imposibilidad de crisis generales de sobreproducción.

Destacan, en este sentido, estudios llevados a cabo por el francés Clement Juglar (1819-1905) constataron movimientos de duración media (de 10 a 12 años) bautizados como ciclos Juglar o *ciclos comerciales*. Más adelante, el ruso Nikolai D. Kondratieff (1892-1931) constató la existencia de un segundo tipo de ciclo de mayor duración (de 50 a 60 años), ciclos a los que también se designan por el nombre de su descubridor. Un tercer tipo de ciclo, en este caso de corta duración, lo puso de manifiesto el británico Joseph Kitchin (1861-1932).

Estas tres clases de ciclos son referentes elementales para el análisis de este tipo de fenómenos, aunque desprovistos de sus características originarias en cuanto a periodicidad. En realidad, sirven para significar movimientos cíclicos de duración media, larga y corta. Su interrelación es obvia, los de menor duración van incluyéndose en los de duración superior, y determinan una trayectoria de movimientos oscilatorios diferentes que van de la intensidad y amplitud de onda más pequeña a más grande. J. A. Schumpeter (1883-1950) sostenía que el crac de 1929 reflejaba la coincidencia de los puntos mínimos de cada uno de estos tres ciclos.

A efectos prácticos, de todos modos, hay que añadir a la enumeración anterior lo que se designa como *variaciones estacionales*. Consisten en movimientos intranuales, caracterizados mayoritariamente por factores de temporada: aumento de las ventas al por menor en Navidad, menos actividad en la industria de la construcción en invierno...

También hay que tener en cuenta la consideración de ciclos específicos, de los que el más conocido es el *ciclo de stocks o de inventario* (más largo que los anteriores y derivado del problema relativo a los volúmenes de almacenamiento en las empresas).

## 1.4 Las fases del ciclo

La recurrencia de subidas y bajadas del nivel de actividad dibuja una trayectoria oscilante que ordinariamente se representa con la evolución del PIB.

Convencionalmente, la representación gráfica del ciclo económico refleja en el eje vertical la evolución del PIB y en el horizontal, el transcurso del tiempo. Una línea de pendiente positiva hace referencia a la tendencia secular, circunscribiéndose a su alrededor trayectorias de expansión y contracción, que según se sitúen por encima o por debajo enmarcan las fases cíclicas usuales: *prosperidad, recesión, depresión y recuperación*.

La diferencia entre recuperación y prosperidad es sutil, y aún lo es más entre recesión y depresión. Se dice que “hay recesión cuando el vecino se queda sin trabajo y depresión cuando es uno mismo quien lo pierde”. A efectos prácticos, se considera que la economía entra en recesión cuando se registra una tasa negativa de crecimiento del PIB durante dos trimestres consecutivos.

En la medida que, en general, el ciclo está determinado por fases expansivas y recesivas, a veces se tiene en cuenta el punto inferior que es el inicio del ciclo o punto mínimo, o el punto superior que es la cima o punto máximo. En el primero, la actividad es escasa; en el segundo, muy elevada. De todos modos, concretar en un solo punto temporal estas situaciones, o sea, asociar el punto mínimo con el de crisis y el punto máximo con el de auge, es poco realista, porque tanto la crisis como el auge, más que un punto, son situaciones con una duración temporal determinada.

A partir de esta constatación, la experiencia enseña que el ciclo está comprendido habitualmente entre un *techo* y un *suelo*. Un límite superior o techo por encima del cual la producción real no puede aumentar dadas las posibilidades de la economía a corto plazo, y un límite inferior o suelo, por debajo del cual no es habitual que la renta real pueda bajar.

En el primer caso, porque la capacidad de la economía es la que es, y alcanzada la máxima utilización no se amplía de un día para otro; en el segundo caso, porque el nivel de inactividad no es absoluto, dados no sólo los condicionamientos económicos,

sino también los de tipo sociopolítico, aunque no por ello al llegar a este límite el cambio es repentino.

La duración de estos procesos y también la de los niveles de los techos y suelos dependen de muchos factores y circunstancias diferentes en cada coyuntura. Además, los movimientos descritos experimentan con frecuencia impactos para la aparición de *perturbaciones aleatorias*, que obedecen a cambios repentinos de la inversión, a desequilibrios en la balanza de pagos, a alteraciones de la oferta monetaria. Normalmente, estas perturbaciones atenúan la dureza del ciclo, si bien excepcionalmente pueden, pues, agravarse las consecuencias.

Con todo, los ciclos son disputados, de diferente dimensión de onda y de distinto grado de intensidad. Hay recurrencia, no periodicidad. Y los vaivenes sucesivos establecerán techos más altos y suelos menos bajos si, de hecho, se van experimentando aumentos de la capacidad productiva de la economía.

## 1.5 Intensidad y duración: producción potencial y producción efectiva

Las fluctuaciones del nivel de actividad, según sean la intensidad y la duración, pueden ser “grandes” o “reducidas”. Es decir, puede suceder que los desajustes, en un sentido u otro, se alejen y/o perduren poco o mucho con respecto a la situación que, en términos de tendencia, se considera *normal* respecto de la producción. Esta referencia a la “normalidad” es útil para el análisis de la intensidad y la duración del ciclo.

Lo que se denomina *brecha de la producción* sirve para evaluar el alcance de la distorsión a partir de distinguir entre *producción potencial* y *producción efectiva*.

La producción potencial (*PIB potencial* o *producción de pleno empleo*) es el nivel máximo de actividad que la economía puede alcanzar y sostener. La producción efectiva (*PIB efectivo* o *producción coyuntural*) es el nivel de actividad que efectivamente registra la economía.

La brecha de producción se mide por la diferencia entre producción efectiva y producción potencial en un periodo determinado (habitualmente se indica en términos porcentuales). Si el PIB efectivo es superior al PIB potencial, la brecha de producción es *expansiva* (*inflacionista*). Por el contrario, si el PIB efectivo es inferior al PIB potencial, la brecha de producción es *contractiva* (*recesiva*). Una brecha expansiva equivale a una *brecha de producción positiva* y una brecha contractiva equivale a una *brecha de producción negativa*.

Tanto una brecha como otra son un problema. La brecha contractiva (brecha de producción negativa) porque comporta desaprovechamiento de los recursos y, por tanto, desempleo. La brecha expansiva (brecha de producción positiva) porque origina sobreutilización de los recursos y, habitualmente, inflación.

De hecho, las fluctuaciones o son *desviaciones* de la producción potencial o bien son *variaciones* de la propia producción potencial. En este sentido, la intensidad y la duración del ciclo están en función de la magnitud, en cada caso, de la brecha de producción, y la política de estabilización consiste en reconducirla a la situación de normalidad.

## 2. ANÁLISIS ECONÓMICO DEL CICLO

El porqué de los ciclos económicos es una cuestión controvertida, en particular en el ámbito doctrinal. Históricamente, se enfatizó la noción particularizada de “crisis”, dando lugar a explicaciones relativas a la existencia de ciclos económicos de tipo monista.

En cambio, el análisis actual de las fluctuaciones del nivel de producción y de ocupación, aspecto arraigado al propio desarrollo de la macroeconomía moderna, toma como punto de referencia la economía como un todo, y las explicaciones estriban en las perturbaciones que sufre el nivel de actividad o tasa natural de producción.

### 2.1 Explicaciones de tipo particularizado

Las explicaciones monistas se clasifican en dos grupos. Por un lado, aquellas que subrayan la incidencia de elementos ajenos al funcionamiento de la economía (*factores exógenos*) y, por otro, las que consideran los elementos que se originan en el seno de la evolución de la economía (*factores endógenos*).

Las explicaciones tradicionales de tipo exógeno aducen razones de excepcionalidad. La teoría de las *manchas solares* pone de relieve una singular correlación entre los cataclismos que experimenta el astro solar y las oscilaciones de la producción agrícola. La teoría de la *innovación* defiende que, a partir de nuevos descubrimientos, las empresas reducen costes y aumentan los beneficios de manera secuencial, lo que origina fluctuaciones en la inversión y provoca altos y bajos en el nivel de actividad. También se tienen en cuenta las llamadas *teorías psicológicas*, que ponderan la influencia de las conductas de los agentes al reaccionar de manera diversa y con distinta

intensidad ante los sucesos económicos, sociales y políticos. Particular atención reciben en este contexto las *explicaciones monetarias* que enfatizan las variaciones del tipo de interés, los cambios de la oferta monetaria y las vicisitudes que experimenta la política crediticia.

Las explicaciones relativas a factores endógenos se basan en dos tipos de planteamientos. Por un lado y con mayor predicamento, en la *sobreinversión* en referencia a los efectos de los aumentos o disminuciones súbitos de la inversión, según los empresarios se anticipen a los incrementos o las reducciones de la demanda potencial. Por otro lado en el *subconsumo*, subrayándose que las oscilaciones cíclicas son el resultado de que ocasionalmente el consumo sea inferior que la producción, bien porque una parte significativa de la renta no se emplea para esta finalidad, bien porque la distribución de la renta es excesivamente desigual.

## 2.2 Explicaciones relativas al nivel de actividad

La complejidad de las causas del ciclo económico es evidente en las economías contemporáneas. Atribuirlo a un solo motivo es, obviamente, una parcialidad. La percepción de que la confluencia de diferentes factores y, en definitiva, la propia evolución de la economía agregada determina las fluctuaciones, caracteriza al análisis en vigor hoy día. En realidad, el estado actual de la cuestión empieza con la consolidación de la expresión *macroeconomía* (la expresión *macroeconomía* en el sentido que actualmente se utiliza lo introdujo en 1933 el noruego Ragnar Frisch).

Conforme al hecho de que el análisis actual del ciclo responde a la evolución de la macroeconomía moderna (con el trasfondo real del crac del 29 y teórico de la aportación keynesiana), son las diferentes corrientes de pensamiento que la han ido constituyendo las que analizan los motivos de los cambios que experimenta el nivel de actividad en la economía.

### 2.2.1 Keynesianismo

Esta corriente de pensamiento se encuentra, sin duda, en el punto de partida de las explicaciones modernas sobre las fluctuaciones económicas. Siguiendo en un principio las ideas del “maestro” e introduciendo más adelante aspectos relacionados, son las perturbaciones que padece la demanda agregada (demanda efectiva) las causantes de las fluctuaciones. Si la economía se aleja de la situación propia de la renta potencial, a corto plazo difícilmente vuelve por sí misma al nivel de equilibrio inicial; por

lo que es necesaria la intervención gubernamental. Y un intervencionismo así radica en instrumentar una política fiscal activa. En este sentido, se defiende la utilización del déficit presupuestario para devolver la economía a la situación de renta potencial.

### **2.2.2 Neoclasicismo**

Los economistas que forman la síntesis neoclásica se centran en los mecanismos “funcionales” de la economía. Es decir, consideran el papel de los agregados que definen la renta nacional. Ponen de relieve la interrelación de lo que se conoce como *multiplicador y acelerador*. El multiplicador relaciona la variación de la producción con las variaciones de la inversión a través del consumo. Y el acelerador, la relación entre consumo e inversión que repercute en la producción. Esta interrelación es la causa de las fluctuaciones del nivel de actividad en la medida que, por ejemplo, un descenso de inversión origina una disminución de la producción, que al disminuir la renta repercute en un menor consumo, lo que, al reducir la producción, empuja aún más a la baja la inversión. Todo lo contrario si al principio se experimenta un aumento de la inversión.

### **2.2.3 Monetarismo**

Los partidarios de esta doctrina hacen hincapié en el papel del dinero en la economía. Sin negar la influencia de la política fiscal, defienden que el uso equivocado de este tipo de medidas, aparte de coartar la libertad de mercado, exagera aún más el alcance del ciclo. Su diagnóstico es que existe una gran influencia de la política monetaria sobre el nivel de producción, de manera que una política monetaria expansiva puede aumentar la producción real de la economía a corto plazo. A largo plazo, sin embargo, el dinero es neutral y el aumento de la base monetaria sólo repercutirá sobre el nivel general de precios. No obstante, la política monetaria adecuada aplicable a corto plazo no debe ser discrecional, porque su incidencia origina retrasos de duración incierta y variable. Por ello, los monetaristas abogan por una política monetaria reglada ajustando la variación de la cantidad de dinero a la evolución de la producción.

### **2.2.4 Expectativas racionales**

Los defensores de este punto de vista también asocian las causas de las fluctuaciones a motivos de tipo monetario. No obstante, distinguen entre variaciones previstas y variaciones imprevistas de la oferta monetaria, distinción que les permite introducir el papel de las expectativas. A corto plazo, a medida que las autoridades económicas intervienen para estabilizar el ciclo, las alteraciones que provocan sobre

la oferta monetaria no están previstas; así, las empresas, frente al desconocimiento, no ajustan los precios, de manera que se originan las fluctuaciones. A largo plazo, en cambio, las expectativas son racionales y, al ser previsibles las variaciones de la oferta monetaria, no surgen perturbaciones en la producción.

### **2.2.5 Ciclos reales y nueva economía clásica**

Los partidarios de los ciclos reales defienden que la causa de los ciclos económicos obedece a factores de tipo tangible. Es decir, los factores que explican las fluctuaciones en la economía no son ni los elementos monetarios ni los propios del gasto público, sino las innovaciones tecnológicas, las estructuras distorsionadas de las tasas fiscales, las reorganizaciones de las empresas, etc. Así, el nivel de ocupación puede ser elevado sin que se produzcan cambios significativos en la productividad del trabajo. En realidad, ni las decisiones monetarias ni el gasto público afectan a la producción agregada o al desempleo. Sólo alteran la composición de la producción nacional.

## **2.3 Implicaciones**

Las diferentes aportaciones teóricas, estudios cuantitativos y políticas coyunturales convergen en implicaciones conceptuales, analíticas y operativas que, en síntesis, ponen de relieve los siguientes extremos:

### **2.3.1 A nivel conceptual**

En general, las percepciones relativas al análisis de las fluctuaciones económicas predominantes hoy día continúan en gran parte sustentadas en propuestas de base keynesiana y en aportaciones cuya fundamentación está relacionada con las explicaciones básicas de los teóricos de los ciclos reales.

Las explicaciones keynesianas tienen en cuenta las *desviaciones* de la tasa natural de producción debidas a perturbaciones, principalmente de la demanda agregada. Las explicaciones propias de los ciclos económicos reales consideran, en cambio, *variaciones* del nivel natural de producción.

Los nuevos keynesianos afirman que a corto plazo los precios son *rígidos*. No se ajustan para equilibrar los mercados a corto plazo. El referente para este ajuste es la demanda agregada en tanto que es un determinante significativo de la renta nacional.

Las fluctuaciones económicas obedecen, pues, a perturbaciones de los componentes de la renta nacional, tales como el consumo y la inversión.

Los defensores de la teoría de los ciclos reales sostienen que las fluctuaciones a corto plazo pueden explicarse aceptando los supuestos básicos del modelo clásico (que principalmente tiene en cuenta el largo plazo), pero los teóricos realistas creen que los precios son totalmente *flexibles*, incluso a corto plazo. Por tanto, los precios se ajustan para equilibrar los mercados. Partiendo de la dicotomía clásica que considera dos sectores en la economía, el real y el monetario, afirman que la oferta monetaria y el nivel de precios no influyen sobre las variables reales, como la producción y la ocupación. Por consiguiente, las fluctuaciones económicas obedecen sólo a cambios reales, como los que origina la tecnología. (De hecho, el calificativo *real* responde a esta argumentación, es decir, la exclusión de las variables nominales para explicar el ciclo económico).

Este ámbito de análisis considera además propuestas relacionadas con el crecimiento económico que incorporan los aspectos tradicionales de la función de producción agregada, de la competencia imperfecta, del cambio tecnológico y del comercio internacional. El papel del Estado también entra en juego. Una corriente de opinión sostiene que el gasto público afecta negativamente a las tendencias naturales de la economía en cuanto al crecimiento, porque desvía recursos que de no ser así irían a la acumulación de capital. Otra corriente defiende, en cambio, que la intervención es positiva, ya que permite destinar fondos a problemas cruciales, como la investigación, que de otro modo no se desarrollaría.

### 2.3.2 A nivel analítico

La realidad muestra que, aunque cada explicación teórica sobre el ciclo económico tiene fundamento y consistencia, no es corriente asociar el fenómeno a factores individualizados o a teorías monistas. En ciertos momentos y en determinados lugares, unas circunstancias tienen más peso que otras, pero de hecho todo influye, es decir, cada teoría tiene una parte de validez, aunque ninguna tiene carácter general.

La observación empírica de la realidad ha suministrado material para implementar diferentes modelos macroeconómicos. Las aportaciones originarias en este campo se deben, entre otros, al holandés Jan Tinbergen (1903-1994) y al norteamericano Lawrence R. Klein (1920-), ambos premios Nobel. También es importante el contexto estadístico al amparo de las investigaciones que a principios de siglo hizo Wesley Clair Mitchell (1874-1948), fundador de la **NBER** (National Bureau of Economic Research).

En una primera aproximación, que acepta la idea de la periodicidad cíclica, los estudios al respecto se concretaron en el diseño del llamado “barómetro de Harvard”, que fracasó precisamente con el crac del 29. Este fracaso fue el revulsivo para revitalizar la característica de periodicidad y hacer hincapié sólo en la recurrencia. La perseverancia, no obstante, en los análisis cuantitativos ayudó a conocer mejor los fenómenos cíclicos y condujo las preocupaciones de los economistas en dos direcciones.

Primera, utilizar la información disponible para el diseño de *indicadores cíclicos*. Es decir, selección de series temporales de ciertas variables, cuyo comportamiento se relaciona con el significado de cada fase del ciclo. Hay indicadores que son *concomitantes*, como el paro, los precios al por mayor, etc., y por tanto son indicadores o medidas de la actividad económica, como en el caso de las horas extraordinarias, las viviendas construidas, las nuevas empresas... También hay indicadores *subsiguientes* (*lagging*), que son series que siguen la evolución de la economía. Por ejemplo, niveles de stocks, tipos de interés, ventas a plazo...

Segunda, utilizar la información estadística disponible para cuantificar *modelos de predicción*. La *extrapolación mecánica* consiste en la proyección de tendencias de series cronológicas, mediante móviles u otros referentes estadísticos desde el punto de vista “mecánico”, indagando en las relaciones que determinan los datos. Otro análisis consiste en *pulsar la opinión*, o sea, la confección de encuestas o sondeos sobre expectativas empresariales, gasto de los consumidores, previsiones de stocks, intenciones de compra, etc., estableciendo las correspondientes comparaciones temporales y/o transversales. Un tercer sistema es la elaboración de *modelos econométricos*. Las relaciones económicas se expresan en términos matemáticos y se contrastan estadísticamente. A menudo reúnen gran cantidad de variables y de ecuaciones relacionadas. Las cifras se ajustan, los parámetros se estiman, los resultados parciales se comprueban... Son aplicaciones para predecir conductas, evaluar conclusiones y encauzar políticas, sectorialmente o en el ámbito de la economía en conjunto.

Pero, aún así, no se puede excluir ni la intuición ni la imaginación. Las técnicas de predicción son útiles y ampliamente utilizadas. En definitiva, está claro que la predicción en economía, y más en este terreno, no deja de ser una mezcla aceptada de ciencia y arte. No hay que olvidar que el economista mañana estará preocupado porque la predicción que hizo ayer no se está cumpliendo hoy. O algo parecido: el economista se pasa media vida haciendo predicciones y la otra media intentando adivinar por qué han sido erróneas.

### 2.3.3 A nivel operativo

En gran parte, el uso de modelos de predicción, basados en la información estadística, en el análisis cuantitativo, en el formulismo y en la evidencia empírica, sirve para orientar el contenido, la naturaleza y el alcance de la *política anti-cíclica o de estabilización*. Su objetivo no es otro que reconducir, compensar o, al menos, minimizar los efectos de las perturbaciones que origina la discrepancia entre renta efectiva y renta potencial.

Las implicaciones de las diferentes teorías sobre los ciclos económicos condicionan el alcance de este tipo de políticas. Sobre todo, porque cada corriente de opinión defiende sus propias “recetas” en un marco en que, mientras que algunos aceptan y reclaman el intervencionismo público, otros lo rechazan. En cualquier caso, fruto de la polémica conceptual y de los resultados del mundo real, se da un cierto consenso (al menos, previo a la crisis financiera 2007-2008) respecto a la eficacia y los resultados de las políticas fiscales y monetaria, y sobre las actuaciones regladas o discrecionales.

Primero, a pesar del desacuerdo entre neoclásicos y monetaristas, el consenso actual con un cierto acercamiento al keynesianismo estima que la política fiscal es eficaz para luchar contra las recesiones. No obstante, y en este caso en contra de los keynesianos y de acuerdo con los neoclásicos y los monetaristas, el consenso no considera adecuado aplicar políticas fiscales discrecionales.

Segundo, el consenso actual acepta la eficacia de las políticas monetarias expansivas para luchar contra las recesiones sólo en situaciones excepcionales. Por tanto, se observa una discrepancia relativa respecto a los monetaristas y un gran distanciamiento respecto a las posiciones keynesianas y neoclásicas. En cualquier caso, la utilización de políticas monetarias discrecionales es una cuestión muy controvertida en la actualidad, en contra de los keynesianos, que la defienden decididamente, y en desacuerdo con los neoclásicos y los monetaristas, que la rechazan totalmente.

Tercero, la percepción del largo plazo se mueve en un terreno todavía muy dudoso en cuanto a la eficacia de la combinación de políticas (fiscal y monetaria) para combatir el desempleo. Los clásicos y los monetaristas niegan en este sentido toda eficacia, mientras que los keynesianos consideran que es la única solución.

En conclusión, las afirmaciones contundentes sobre la eficacia de políticas anticíclicas específicas son arriesgadas. Sin embargo, es evidente que la teoría económica ha avanzado notablemente en este terreno, sobre todo desde el desastre de los años treinta.

Pero las fluctuaciones siguen siendo un problema. La sucesión de fases de prosperidad y de depresión es consustancial a la propia evolución de la economía. Con ondas de amplitud de duración larga o corta y de mayor o menor intensidad, el ciclo es una realidad. El conocimiento acumulado permite tratarlas mediante políticas económicas, que en modo alguno son infalibles, pero que históricamente disminuyen sus efectos devastadores.

### 3. EL CICLO REAL vs. EL CICLO FINANCIERO

Los ciclos se originan a raíz de cambios en un sentido u otro de los volúmenes de producción y empleo. Son los ciclos por antonomasia. Es frecuente, desde la consideración de la economía como un todo, considerar también los ciclos que reflejan la evolución financiera. A éstos se les denomina, obviamente, *ciclos* financieros en contraste con los relativos a las fluctuaciones del nivel de actividad que justamente son los *ciclos reales*.

El análisis de su interrelación es de interés en el sentido de conocer si efectivamente el ciclo financiero anticipa el ciclo real.

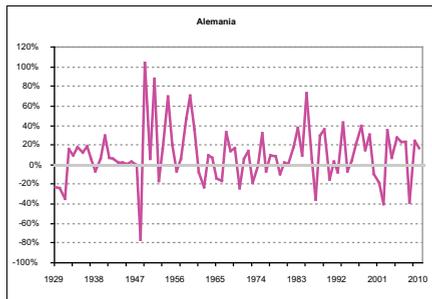
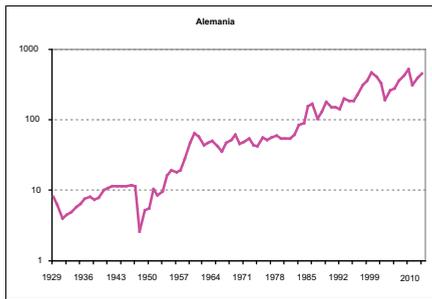
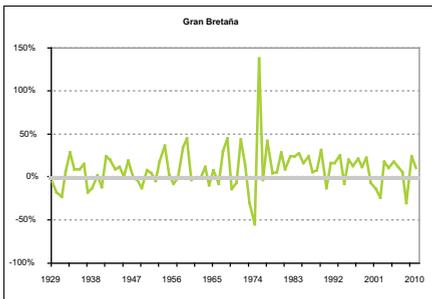
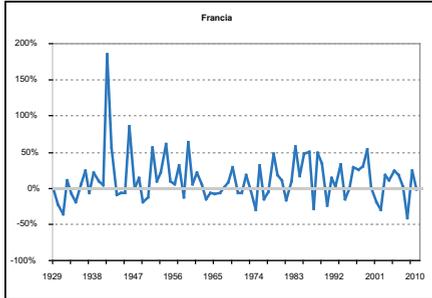
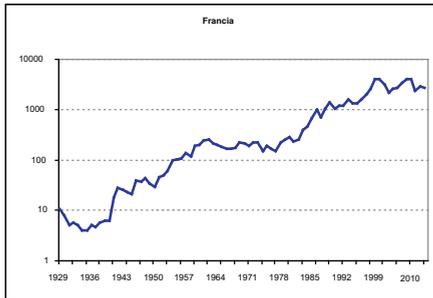
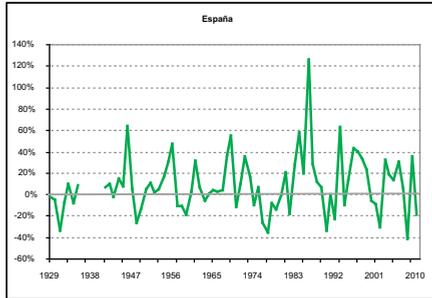
En este trabajo se pretende contrastar empíricamente esta presunción para la economía española así como para economías relevantes de la Unión Europea (Francia, Reino Unido y Alemania). También, los casos de la economía norteamericana y japonesa, por el carácter de mercado dominante en aquella y por su valor indicativo en la otra.

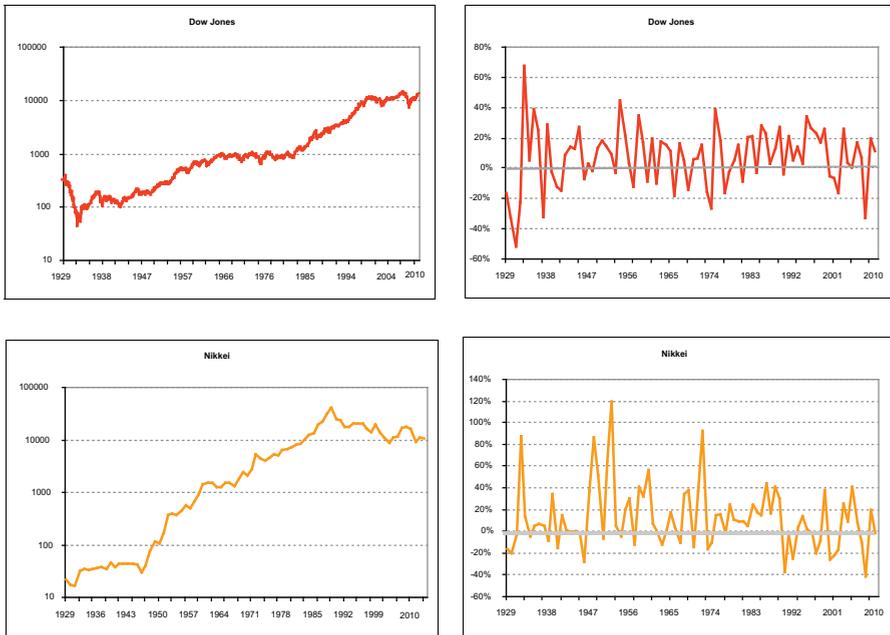
#### 3.1 El Ciclo financiero

Los indicadores usados convencionalmente para reflejar la evolución financiera son los índices bursátiles. De acuerdo con las finalidades de este estudio, se seleccionan los índices de la Bolsa de Barcelona-Íbex 35 (España), All-Shares (Gran Bretaña), SBF-250 (Francia), CDAX (Alemania), Dow Jones (Estados Unidos de América) y Nikkei (Japón) desde 1929 hasta 2007.

La elección de estos índices obedece a disponer de series homologables en los diferentes escenarios. De este modo, se describen a continuación las correspondientes evoluciones gráficas de tales índices bursátiles, país a país, indicando los gráficos de la derecha la evolución bursátil en escala semilogarítmica y los gráficos de la izquierda la misma evolución en términos de variación anual.

SEMINARIO SOBRE POLÍTICA ANTICÍCLICA





De estos desarrollos gráficos pueden remarcarse las siguientes particularidades.

Primera, la evolución de los índices en términos absolutos describe una tendencia secular claramente alcista. De hecho, este crecimiento se consolida de manera espectacular a partir de principios de los años setenta (mucho más nítida si se atiende a los gráficos de la evolución ordinaria en vez de los registros semilogarítmicos). Esta consolidación, ampliamente estudiada y polemizada, se ha utilizado por diferentes analistas para proclamar la existencia de un cierto “capitalismo popular”, como un dato característico de la época.

Segunda, el análisis de las variaciones relativas pone de manifiesto, a su vez, esta tendencia secular creciente a raíz de que las variaciones positivas (por encima de la línea 0%) superan ampliamente las de tipo negativo. Ahora bien, mientras aquellas muestran comportamientos bastante discrepantes, en el tiempo y en intensidad, país por país, las variaciones negativas muestran un mayor ensamblaje. Resulta, en consecuencia, que en tanto las variaciones positivas responde mayormente a las vicisitudes coyunturales propias de cada economía, las variaciones negativas están relativamente sujetas a los efectos de la transmisión cíclica internacional.

Tercera, en la medida de la validez de esta percepción, el análisis de la evolución cíclica del período considerado registra como puntos mínimos coincidentes de evolución bursátil los años 1929, 1957, 1973, 1987 y 2000.

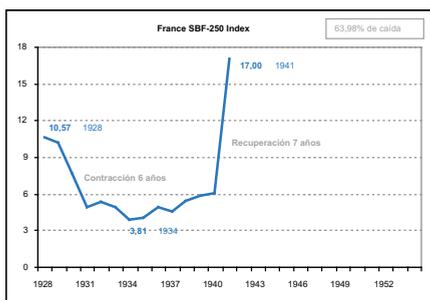
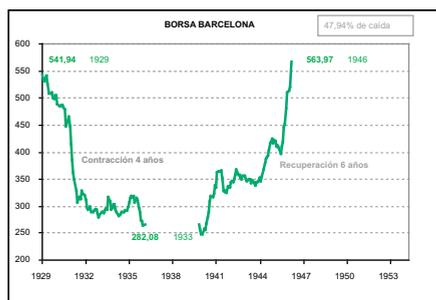
### 3.1.1 Crisis bursátiles del siglo XX

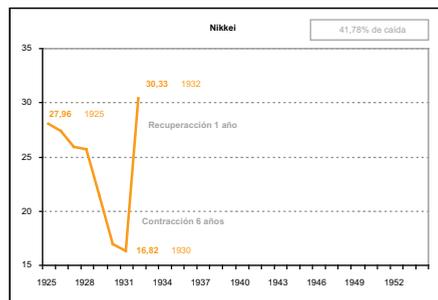
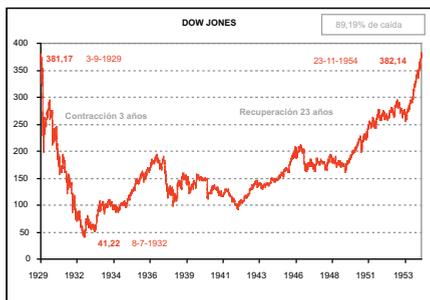
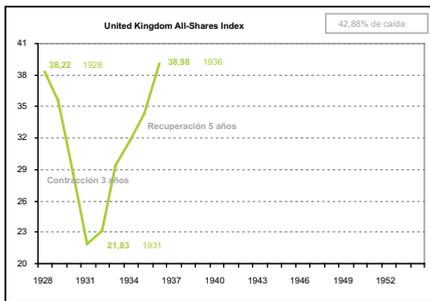
De acuerdo con la conclusión anterior, se plantean a continuación los desarrollos financieros en cada uno de los años considerados para el conjunto de los países objeto de estudio, indagando en cada caso la longitud del ciclo desde el punto máximo inicial hasta el momento temporal en que de nuevo se alcanza este máximo; la duración de la fase contractiva y de la de recuperación, y el porcentaje de caída desde el punto alto (techo) al bajo (suelo).

#### 3.1.1.1 El crac del 29

El derrumbe de Wall Street del mes de octubre del año 1929 y la subsiguiente Gran Depresión es, sin duda, el referente más estudiado por lo menos hasta la actual crisis financiera de 2007. Y ello en un contexto tanto de relacionar concatenaciones entre crisis sectoriales y crisis globales (como en aquel entonces fue el boom inmobiliario de Florida), como entre programas alternativos de política económica (los de corte neoclásico a cargo del Presidente Hoover y los incipientemente keynesianos del Presidente Roosevelt, con la puesta en práctica del famoso “New Deal”).

El impacto de este crac fue espectacular en la economía americana y tuvo repercusiones significativas en el resto de las economías mundiales relacionadas. En los cuadros siguientes se registra la evolución de los índices bursátiles de los países seleccionados y las características respectivas de profundidad y duración del ciclo.





Se observa, comparativamente, que el ciclo americano, habida cuenta la localización del impacto crítico, fue el de mayor duración. En total 26 años. Es decir, las cotizaciones del año 29 no se recuperaron hasta 1953, en un marco en donde la fase contractiva fue relativamente corta, 3 años, mientras que el proceso de recuperación se extendió a lo largo de 23 años (Segunda Guerra Mundial incluida).

En los otros países, la transmisión se hizo sentir pero con intensidades diferentes. En España la caída fue de un 50%, algo menor en Gran Bretaña (43%) y Japón (42%) y alrededor del 63% en Francia y Alemania. En todos estos países la duración del ciclo fue mucho menor: 13 en Alemania y Francia, 10 años en España (con la interrupción de la Guerra Civil), 8 años en Gran Bretaña, y 7 años en Japón, país éste en que sorprendió la rapidez con que se desarrolló la fase expansiva en gran medida por la transformación del sector productivo en industria de guerra.

### 3.1.1.2 La crisis de 1957

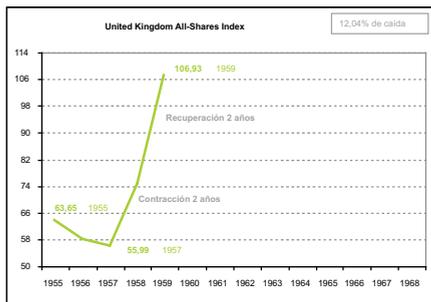
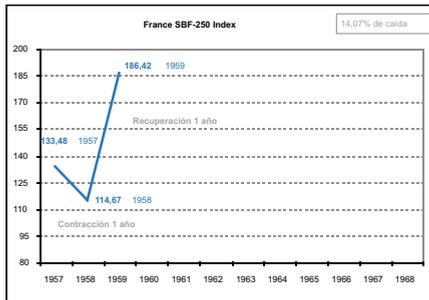
Fue un proceso relativamente atípico y con comportamientos asimétricos a nivel internacional. La crisis se originó como consecuencia de las restricciones que experimentó el comercio mundial a raíz de la proliferación de políticas proteccionistas derivadas de las consecuencias de la Segunda Guerra Mundial.

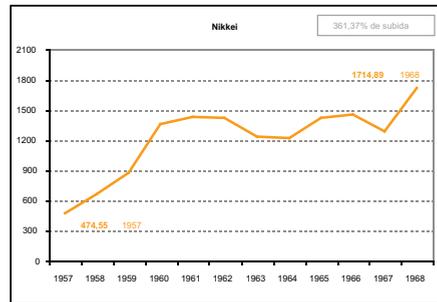
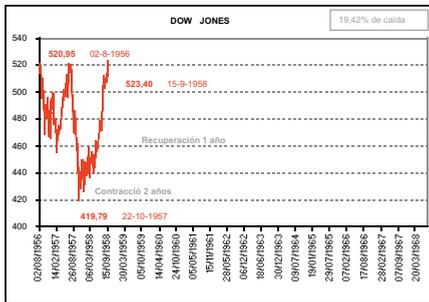
SEMINARIO SOBRE POLÍTICA ANTICÍCLICA

En España, sin embargo, el ciclo fue singular, dado el aislamiento del país respecto de la economía global. De hecho, cuando el cambio de gobierno de 1957, el ministro sin cartera entrante, D. Pedro Gual Villalbí, Director de la Escuela de Altos Estudios Mercantiles de Barcelona, realizó un alarmante discurso en el Fomento del Trabajo Nacional que, al tiempo que provocaba la caída de las cotizaciones bursátiles, intuía las importantes y necesarias reformas que se llevarían a cabo dos años después al aprobarse el Plan de Estabilización. La duración del ciclo fue de 11 años, con una contracción de 3 y una recuperación de 8 en medio de un retroceso de casi el 48%.

En los otros países seleccionados, como fue el caso americano e inglés, las implicaciones derivadas de la restricción de comercio también originaron caídas de los índices aunque de escasa intensidad, a la vez que la duración del ciclo fue también más corta. Alemania y Japón, en cambio, no incorporaron los efectos de esta transmisión cíclica, puesto que ambas economías se encontraban en plenas fases de reconstrucción por los estragos ocasionados por la Guerra Mundial.

Los gráficos de los cuadros siguientes registran cada una de estas situaciones.





### 3.1.1.3 La crisis del petróleo

Los acontecimientos geopolíticos ocurridos a principios de los años 70, propiciaron en otoño de 1973 un súbito aumento del precio del crudo que originó una crisis financiera de bastas proporciones con repercusiones importantes y en algunos casos duraderas en el conjunto de los países industrializados. En España, además, este proceso crítico se vio mayormente ensanchado por las implicaciones derivadas de la transición política.

En este sentido, el análisis comparativo pone de relieve un hecho que posteriormente fue objeto de consideración detallada por parte de los economistas y que nutrió la polémica entre “países previsores” y “países confiados”. Es decir, entre aquellas economías que al producirse el fenómeno crítico respondieron con prontitud y nuevos replanteamientos, en este caso ligados a medidas de ahorro energético, y aquellas otras economías que obviaron inicialmente el fenómeno y perseveraron en la continuidad de sus programas de política económica. Por supuesto los resultados fueron muy diferentes.

Efectivamente, Alemania, que encabeza los países de respuesta rápida, sufrió un ciclo de sólo 3 años de duración y con una caída que escasamente llegaría al 22% del índice correspondiente. También respondió con rapidez Francia, con un ciclo algo más amplio, 6 años, y una caída también algo mayor, 31%. Gran Bretaña y Japón se situaron en un plano intermedio con un ciclo de 6 y 7 años, respectivamente, y en cambio con caídas importantes desde los puntos máximos. El 69% en el Reino Unido y el 73% en Japón.

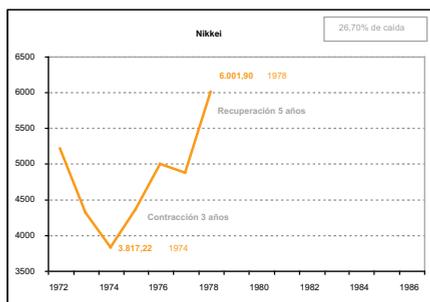
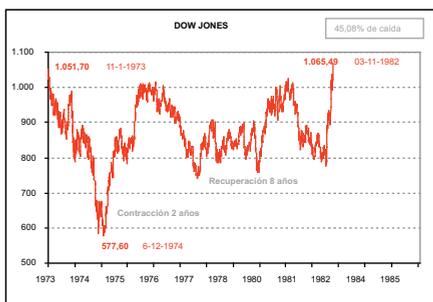
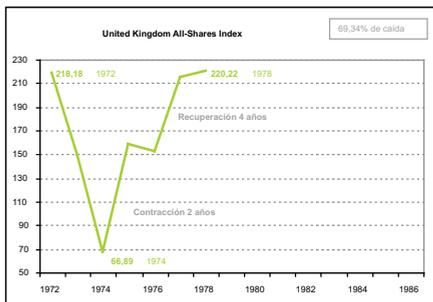
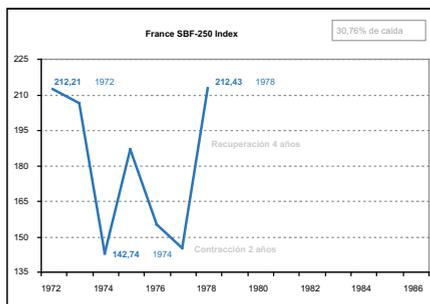
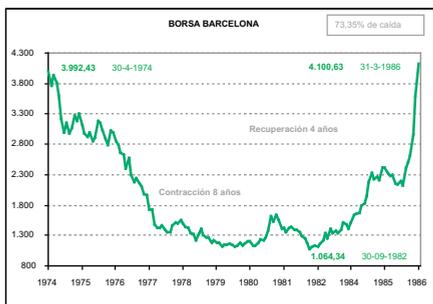
Los Estados Unidos de América anduvieron más parsimoniosos, con el argumento-respuesta de sus estocs estratégicos. El ciclo fue más largo, 10 años, de los cuales 2 de contracción y 8 de recuperación, en un marco en el cual las cotizaciones descendieron alrededor de un 45%.

El caso paradójico fue el español, pues el gobierno confiando en la tradicional amistad con el mundo árabe, según argumentaba el ministro de Hacienda de turno, el

SEMINARIO SOBRE POLÍTICA ANTICÍCLICA

Sr. Antonio Barrera de Irimo, no puso en práctica programas especiales y el resultado fue catastrófico. Tanto por la intensidad de la caída, un 73%, como y sobre todo por la extensión temporal de la fase contractiva, 8 años, abonada, eso sí, por todas las incidencias de la transición política. La recuperación se inició a partir de 1982 cuando el socialismo llegó al poder, en la percepción que el país empezaba a homologarse con sus vecinos por la alternancia gubernamental que el cambio propiciaba.

Igualmente que en los casos anteriores, los cuadros siguientes muestran los registros estadísticos de los índices bursátiles en los países de referencia.



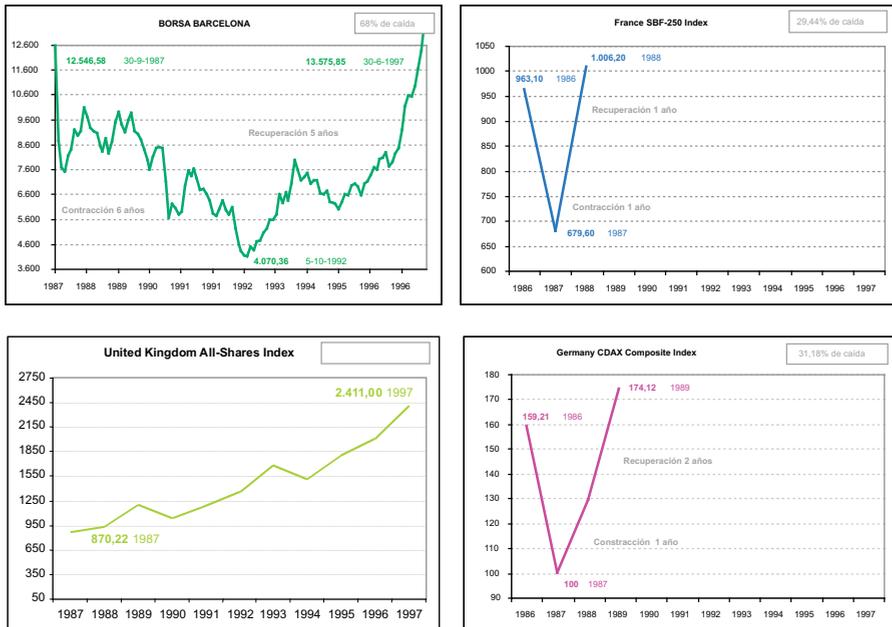
### 3.1.1.4 La crisis de los “saving banks” americanos

En 1987 la bolsa americana cayó súbitamente y además con intensidad. La caída se hizo sentir en los mercados internacionales a excepción de Japón, aunque dos años más tarde el país entraría en una profunda recesión que aún perdura en la actualidad. Londres reaccionó a la debacle estadounidense, con un cambio radical de política financiera, que a renglón seguido empujó una ola alcista que se expandiría a lo largo de los diez años siguientes.

Alemania y Francia, siguiendo la pauta americana, cayeron con fuerza, si bien se recuperaron con rapidez, popularizándose el gráfico en forma de V que desde entonces ha venido siendo un referente para reflejar determinado tipo de evoluciones bursátiles.

En España el ciclo fue largo, 11 años, y la caída fuerte, 68%. De hecho el comportamiento inicial fue similar al que experimentó el mercado causante, es decir, el americano. El gráfico inició una V cuyo tramo alcista no acabó de concluirse, sucediéndose a continuación toda una serie de desaciertos en la política económica instrumentada por el gobierno socialista que culminó con cotizaciones mínimas alrededor de 1992, después de las reiteradas devaluaciones del ministro Solchaga.

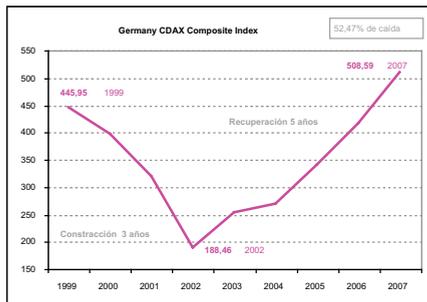
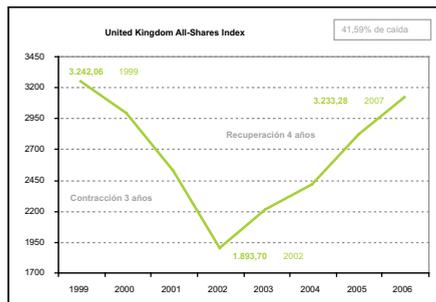
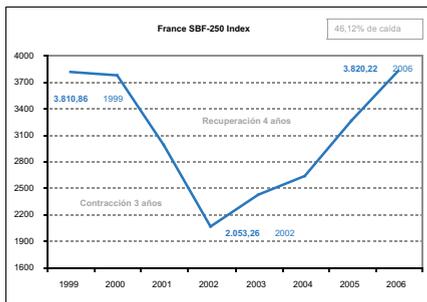
Los gráficos siguientes reflejan el comportamiento bursátil de este período.

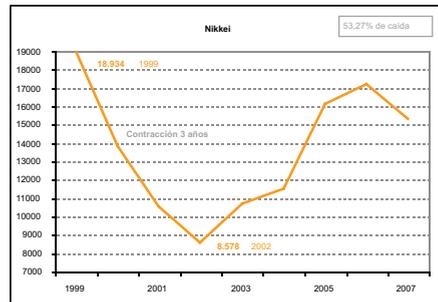
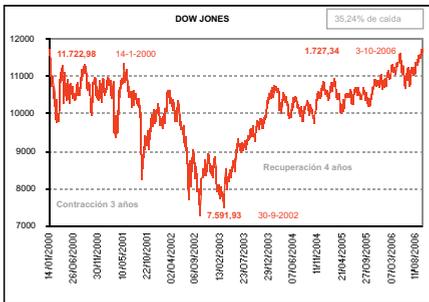


### 3.1.1.5 La crisis de las “dot-com”

En el año 2000, ya en un mundo global, particularmente en el ámbito financiero, estalló la crisis de las nuevas tecnologías. En la vorágine previa fue un hecho ca-da vez más extendido cotizar empresas cuyo formato era el proyecto que iba a desarro-llarse sin ninguna base tangible que las avalara. Cuando el sentido común advirtió que se estaba cotizando humo, el globo se deshinchó y las bolsas se hun-dieron, empezando, como en otras ocasiones, por lo que sucedía en Wall Street.

Precisamente por las implicaciones de la globalización, la crisis fue simultánea en el conjunto de los mercados de los países considerados, muy parecidos los por-centajes de caída y prácticamente igual la duración del ciclo con sus respectivas fases contractivas y expansivas hasta la próxima debacle que se produciría a partir del ve-rano de 2007, tal como puede apreciarse en los registros estadísticos de los cuadros que siguen.





### 3.1.1.6 A modo de conclusiones

De las consideraciones anteriores, cabe remarcar lo siguiente:

Primero. Los ciclos bursátiles tienen una duración aproximada de 11 años; la duración de las fases contractiva y de recuperación es respectivamente, de 3-4 años y 7-8 años, y el descenso de los índices, de máximo a mínimo se sitúa ligeramente por encima del 50% (a título anecdótico, resulta que el mes de octubre es la fecha fatídica por lo que atañe al descalabro bursátil).

Segundo, las crisis no explotan inicialmente en los mercados bursátiles, sino que reflejan la caída de confianza originada por la aparición de desajustes en algún sector de la economía (construcción, comercio exterior, energía, crédito, tecnología).

Tercero, ello no obstante, si el desajuste sectorial consolida efectivamente una crisis financiera, entonces la repercusión sobre el conjunto de la economía real es inevitable.

Cuarto, como consecuencia de este doble proceso, resulta que si el desajuste sectorial concluye con una crisis bursátil sin otra repercusión, el ciclo tiene forma de V. Por el contrario, si la crisis bursátil causada por el desajuste sectorial es el origen de una crisis financiera, el ciclo tiene forma de U o W.

Quinto, habida cuenta el lapso temporal entre crisis no se observa con nitidez la ley de la inestabilidad financiera del modo que la formuló H. Minsky.

Sexto, la interrelación cíclica internacional se hace más homogénea en el transcurso del tiempo, plausiblemente como consecuencia de la globalización financiera.

Séptimo, cuanto mayor es la intensidad de la caída, más larga y menos volátil es la fase de recuperación, observándose, a la par, que cuanto más rápida es la fase contractiva mayor es la volatilidad en la recuperación.

Octavo, la duración de los ciclos tiende a reducirse, posiblemente por la mayor eficacia de las políticas anticíclicas. Sin embargo, la constatación afecta a las mediciones de tipo medio (ciclos comerciales o Juglar), pero no a los de larga duración (ciclos Kondratieff).

Noveno, habitualmente los suelos se conforman después de retornar al nivel mínimo inicialmente alcanzado, en un lapso temporal de alrededor de 1,5 meses.

## APÉNDICE

### LA CRISIS FINANCIERA 2007 Y LA SUBSIGUIENTE FASE CÍCLICA CONTRACTIVA

*Atendiendo la crisis financiera 2007, que aún condiciona la economía actual, las conclusiones anteriores son relevantes a efectos predictivos. En este sentido, se tiene en cuenta exclusivamente la situación española en comparación con la norteamericana, diseñándose unos gráficos que describen sendos “ciclos de referencia” a partir de la modelización de los resultados obtenidos, si bien reconsiderados en los relativo a duración por los avances en la teoría y política de las fluctuaciones y por la mayor y más rápida transmisión cíclica que provee la globalización.*

*Ambos diseños gráficos, se han ponderado además por el importante crecimiento del volumen de contratación; por la expansión y arraigo que sucesivamente ha ido adquiriendo la operativa short-selling; por la popularización del préstamos de valores y por la práctica intra-day ya sea manual ya sea algorítmica.*

*De acuerdo con todos estos ajustes, las conclusiones anteriormente obtenidas resultan alteradas según se observa en cada gráfico, en donde las líneas negras indican la duración “ajustada” del ciclo, siendo de 8 años para el Dow Jones y de 9 para el íbex-35, con fases contractivas de 2 y 3 años respectivamente y una recuperación de 6.*

*En consecuencia, los niveles alcanzados por los índices bursátiles cuando estalló la crisis 2007, por el referente inicial de las hipotecas subprime, no se recuperarían hasta mediados de 2015 en el mercado americano y finales del 2016 en el mercado español. Ello no obstante, caben matizaciones:*



Las matizaciones aludidas hacen referencia a los extremos siguientes:

*Primera. Las líneas negras discontinuas, acortan el ciclo ajustado por una mayor ponderación de los parámetros relativos a eficacia de la política anticíclica y efectos de los mercados dominantes sobre la transmisión cíclica internacional. De este modo la recuperación respecto de los índices iniciales avanza aproximadamente 1 año.*

*Segunda. Las líneas rojas discontinuas describen la trayectoria cíclica a partir de los puntos mínimos observados hasta el momento, los cuales, a su vez, acortan el ciclo en 1 año en el caso americano y casi 2 años en el caso español en relación a los mínimos que predice el ciclo de referencia. Debe observarse que, como consecuencia de la transmisión cíclica internacional, los puntos mínimos observados son coincidentes en el tiempo en cada mercado, por el efecto dominante que Wall Street ejerce sobre el resto de plazas financieras.*

*Tercera. En este nuevo contexto, el nivel inicial de los índices se alcanzaría alrededor de principios de 2014 y 2015 en el caso americano y español, respectivamente. Es decir, se trata de la mejor perspectiva, puesto que acorta la fase de recuperación del ciclo de referencia en 12 meses en cada mercado.*

*Cuarta. El hecho de que el punto mínimo del ciclo efectivo del índice americano haya descendido alrededor de un 55% en relación al 45% que es el punto mínimo que describe el ciclo de referencia, pronostica una recuperación no sólo más robusta sino más persistente por lo que atañe a este mercado. En cambio, la circunstancia que el mínimo del ciclo efectivo español, alrededor del 60% de caída, coincida con el mínimo del ciclo de referencia, conduce a una recuperación más volátil y menos robusta. Las líneas de color verde ilustran las respectivas trayectorias.*

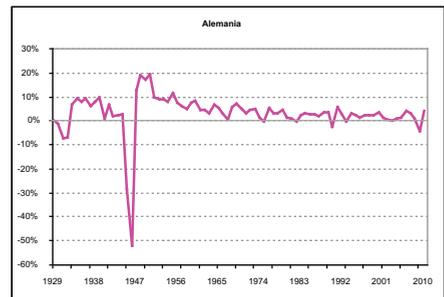
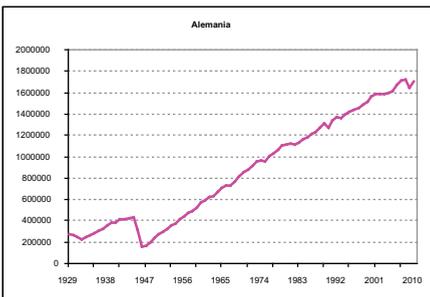
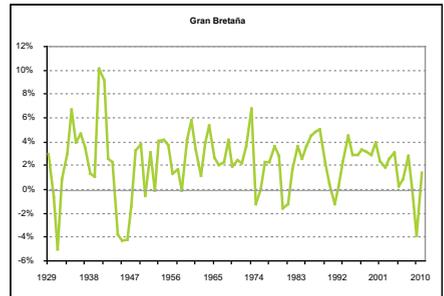
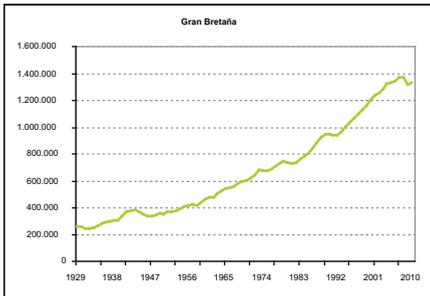
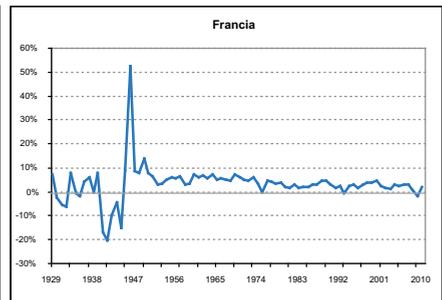
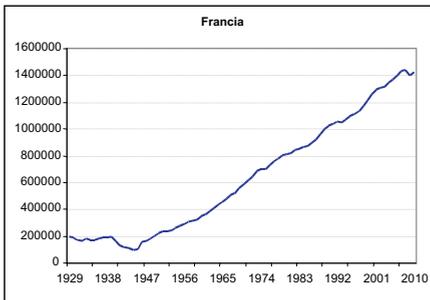
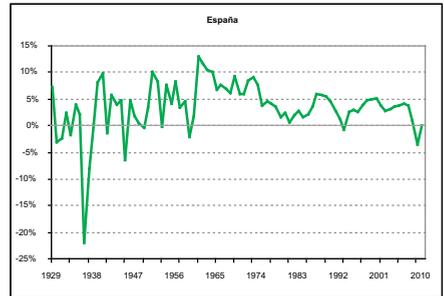
*Quinta. En concordancia con la consideración anterior, se observa que mientras la recuperación de la bolsa americana se sitúa por encima de la senda estimada (rectángulos grises), la recuperación de la bolsa española resta sujeta a esta senda, con altibajos mucho más pronunciados.*

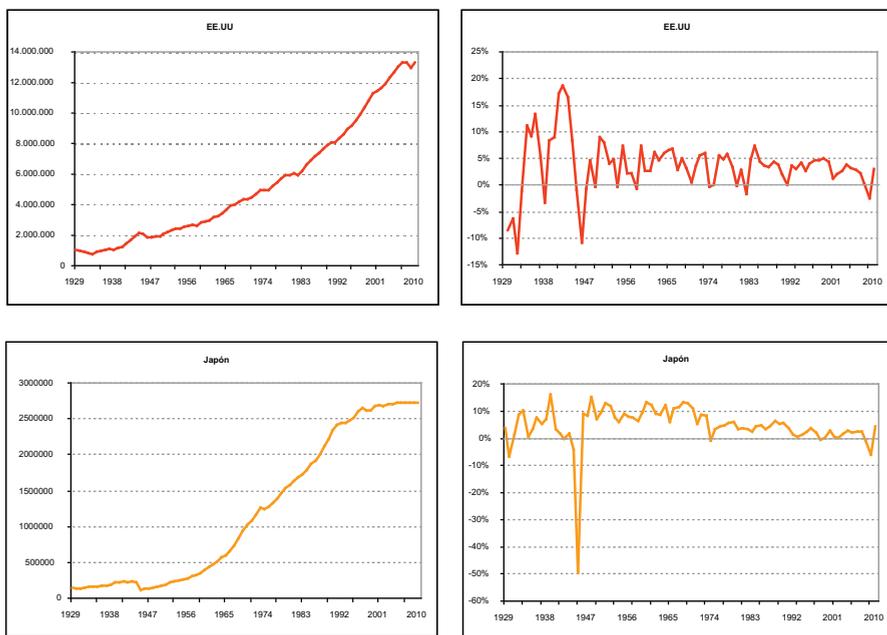
### **3.2 El ciclo real**

Si bien las fluctuaciones del nivel de actividad de la economía se sintetizan por la evolución de los volúmenes de producción y ocupación, la evolución de las tasas de crecimiento del PIB son el referente usual para reflejar la trayectoria del ciclo real, puesto que el mayor ajuste que supone atender a la ley de Okun introduce sesgos por las diferencias relativas de los coeficientes según el país.

De acuerdo con esta acepción y siguiendo la misma metodología que en el caso del ciclo financiero, a continuación se detallan las evoluciones del PIB, país por país, tanto en términos absolutos (millones de euros a precios constantes) como relativos (en porcentaje de variación). A efectos de homologación, las series estadísticas son las que provee “[globalfinancialdata.com](http://globalfinancialdata.com)”.

## EL CICLO REAL vs. EL CICLO FINANCIERO





Igualmente que en el análisis gráfico del ciclo financiero, la atención en su conjunto del ciclo real desde 1929 hasta 2010 se observan singularidades remarcables:

Primera, la evolución del PIB muestra, como no podía ser de otra manera, un desarrollo creciente que se acelera en particular a partir de principios de los años setenta. En todos los países considerados, el promedio de la tasa de crecimiento de esos últimos años duplica, en promedio y en el peor de los casos, las tasas de crecimiento del período anterior. De hecho, la característica de “capitalismo popular” que se desprende del análisis financiero se corresponde genéricamente con niveles significativos de bienestar material. Ello no obstante, es remarcable mencionar la larga fase de estancamiento económico que padece la economía japonesa desde principios de los años 90.

Segunda, la consideración de las tasas de variación pone igualmente de manifiesto que las de tipo positivo (por encima de la línea 0%) superan ampliamente las de tipo negativo. Incluso en mayor medida que en los respectivos desarrollos bursátiles. Y en este contexto, tanto las expansiones como las contracciones del ciclo real están menos sujetas a la transmisión cíclica internacional y, por lo tanto, muestran comparativamente mayor dependencia de las políticas económicas puestas en práctica por los respectivos gobiernos.

Tercera, de todas maneras es relevante la coincidencia de fases recesivas, más o menos extensas y largas en el tiempo, con los puntos mínimos del ciclo bursátil. En cada caso asociada a los efectos de la Gran Depresión de los años 30, en menor medida con las restricciones del comercio internacional de finales de los años 50, obviamente con las crisis del petróleo de los años 70 y 80, con la fugaz restricción del crédito de finales de los 80 y, por supuesto, con la debacle que supuso la aparición de empresas fantasma al socaire de las nuevas tecnologías.

Por lo tanto, la correlación entre ciclo financiero y ciclo real es evidente y, en este sentido, es sugerente, con independencia de su utilidad para la política anticíclica, constatar la existencia o no de anticipación del ciclo financiero respecto del real en su conjunto y, en concreto, tanto en las fases expansivas como en las contractivas.

## APÉNDICE

### LA LEY DE OKUN EN EL CASO ESPAÑOL. HISPANOESCLEROSIS

*Cuando el PIB real tiene el nivel en que todos los precios se han ajustado para alcanzar el punto de equilibrio, la economía alcanza la producción potencial. Si la producción real supera la producción potencial, aparece una brecha de producción positiva propia de una situación expansiva (brecha inflacionista). Por el contrario, cuando la producción real es inferior a la producción potencial, la brecha de producción es negativa y la economía se halla en una fase contractiva (brecha recesiva). A lo largo del ciclo, la producción potencial es un referente, ya que la producción real fluctúa a su alrededor. En realidad, las fluctuaciones de la producción repercuten en el nivel de actividad y, por consiguiente, en los volúmenes de ocupación.*

\*

*Arthur Okun (1929-1979), un economista que fue consejero del presidente John F. Kennedy, observó, en el caso de la economía americana, que aunque las oscilaciones del empleo son parecidas a las fluctuaciones a largo plazo del PIB real, aquellas suelen ser inferiores. Y, además, como los trabajadores ocupados contribuyen a la producción y los parados, obviamente, no participan, el aumento de la tasa de paro debe comportar una disminución del PIB real.*

*Atendiendo a estos resultados, Okun formuló un principio empírico, conocido como la ley que lleva su nombre, según la cual se da una relación inversa entre la variación de la tasa de paro y el crecimiento del PIB. De hecho, la ley de Okun, al ser una proposición empírica, no específica, a la manera de un principio general tasado, la proporción precisa en que varía el paro al hacerlo la producción. Sólo afirma que*

hay una relación inversa en una proporción inferior a la unidad entre la variación de la producción y la tasa de desempleo.

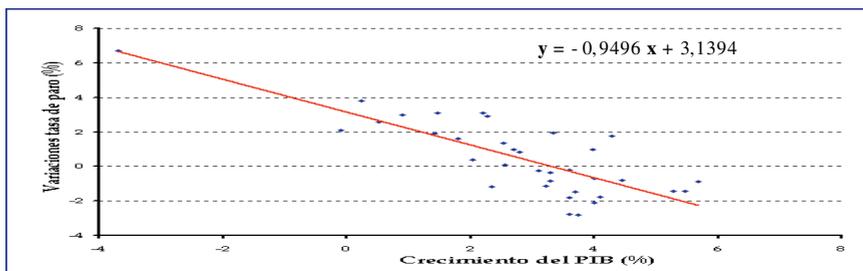
No obstante, los estudios estadísticos al respecto, basados en la evidencia que suministraban los datos de la economía americana, pusieron de manifiesto que un aumento de un 1% del PIB efectivo por encima de la producción potencial provocaba una disminución de la tasa de paro de 0,33%. O al revés, un aumento del paro del 0,33% costaba un 1% del PIB. Los análisis posteriores ajustaron esta relación estimando un parámetro de 0,5%. De esta manera y a modo indicativo, suele afirmarse que la ley de Okun prescribe que cuando el PIB crece, la ocupación también crece pero en menor proporción y cuando decrece, el paro aumenta más que proporcionalmente.

En términos generales y de acuerdo con los resultados anteriores, la ley de Okun se formula de la siguiente manera:

$$u_t - u_{t-1} = -b(g),$$

en donde  $u_t - u_{t-1}$  es la variación temporal de la tasa de paro entre el período  $t$  y el período anterior,  $b$  es el parámetro representativo del coeficiente de Okun y  $g$  la tasa de crecimiento de la producción (PIB).

La cuantificación de esta relación para la economía española se obtiene determinando el ajuste estadístico por mínimos cuadrados para los datos entre las variaciones porcentuales de la tasa de paro (que se representan en el eje vertical) y la tasa de crecimiento porcentual del PIB (en el eje horizontal) de 1976 a 2010, como puede observarse en el gráfico que sigue:



*El coeficiente de Okun resultante, de  $-0,95$ , es sensiblemente más elevado que el de los países del entorno. En efecto, en EE.UU. es  $-0,46$ , Reino Unido  $-0,54$ , Alemania  $-0,32$  y Japón con un registro excepcional de  $-0,12$ . El elevado coeficiente de Okun de la economía española pone de manifiesto la inelasticidad de la relación paro-producción y secuencialmente la rigidez imperante en el mercado de trabajo.*

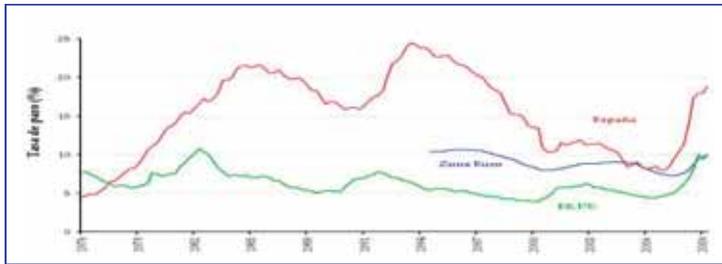
*Esclerosis, originariamente significa endurecimiento de los tejidos, y su extensión al campo económico implica rigideces derivadas del marco institucional. Así, con el término euroesclerosis se quiere poner de manifiesto el hecho que Europa experimenta mayores rigideces en comparación con la economía norteamericana, las cuales se manifiestan principalmente en el mercado de trabajo.*

*De hecho, la tasa natural de paro recoge en el caso europeo los efectos de un sistema regulador de mayor protección al trabajo (prestaciones por desempleo, salarios mínimos....). Estas particularidades son propias y características del “estado del bienestar europeo”.*

*Esta matización es relevante para el caso español. El mercado de trabajo presenta rigideces estructurales que inciden, asimétricamente respecto de los países del entorno, tanto en la dinámica relativa a la creación de empleo como, y sobre todo, en la configuración de la población parada. En las fases cíclicas expansivas la ocupación crece relativamente más que la media europea, pero en las fases cíclicas contractivas el paro aumenta en una mayor proporción, hasta el punto de situar el volumen de desempleo español a la cabeza de los países de la Unión Europea.*

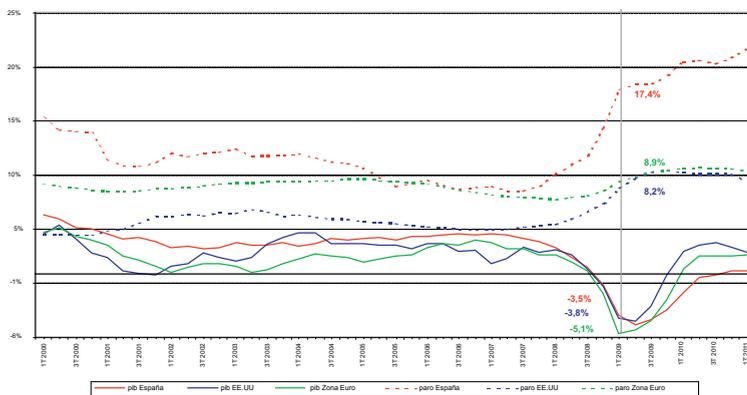
*En la información sobre indicadores económicos y financieros del semanario The Economist, se observaba que en el periodo de expansión económica previo a la crisis de 2007 la tasa de paro española se situaba ligeramente por encima del 9%, cuando en la zona euro estaba en torno al 7% y en Estados Unidos del 5%. A finales del segundo semestre de 2009, inmersa la economía en una grave recesión, la tasa de paro española se acerca al 20%, a distancia de los datos europeos y americanos, con registros próximos al 10%. Es más, en este mismo semanario, que recoge sistemáticamente la información de una cincuentena de países, España ocupaba el segundo lugar en tasa de desempleo, por debajo de Sudáfrica.*

*El cuadro siguiente refleja la evolución de la tasa de paro de España y EE.UU. en el periodo 1976-2009 y de la zona europea desde mediados de 1994 hasta el año 2009.*



Puede, pues, concluirse que la tasa de paro europea está situada por encima de la tasa de paro americana, confirmándose la existencia de euroesclerosis. Si la comparación se hace entre la zona europea y España, se observa una evolución similar; incluso más acusada. Este comportamiento permite afirmar la existencia del fenómeno en el caso español, es decir, hispanoesclerosis.

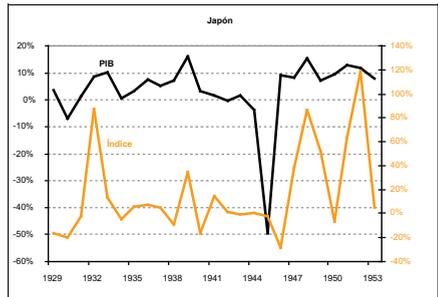
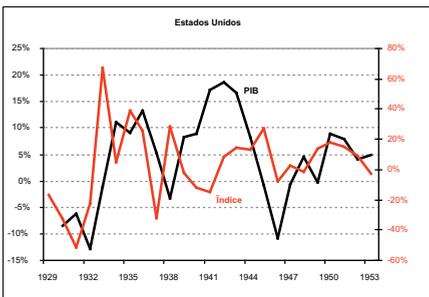
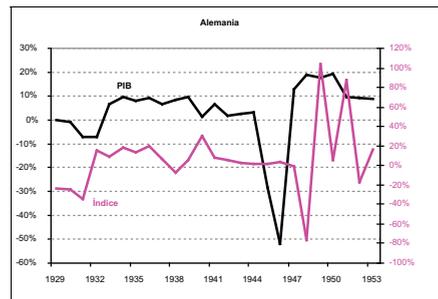
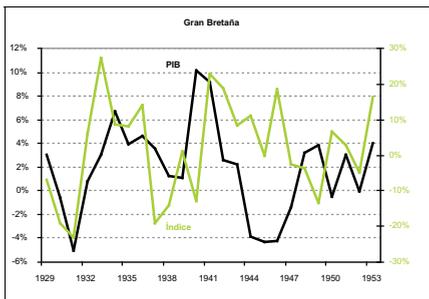
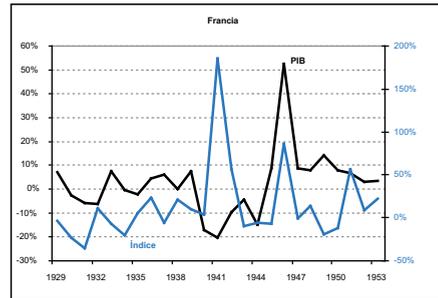
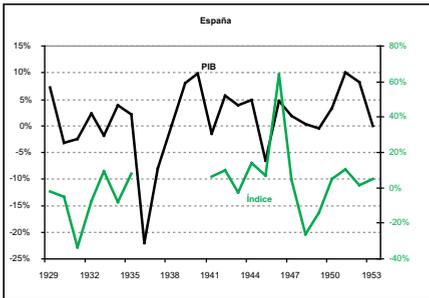
Las implicaciones de la ley de Okun quedan reforzadas con el resultado anterior. Efectivamente, en la comparación gráfica del cuadro siguiente pueden observarse los resultados anteriores en relación con las tasas de evolución del PIB (entre los primeros trimestres del año y 2011). Pues bien, en el punto más crítico de la actual fase cíclica contractiva el decrecimiento del PIB español (-3,5%) fue menor del que experimentaba la economía americana y la de la zona euro (-3,8% y -5,1%, respectivamente). En contraste, el porcentaje del paro era sensiblemente mayor (17,4% vs. 8,2% y 8,9%).



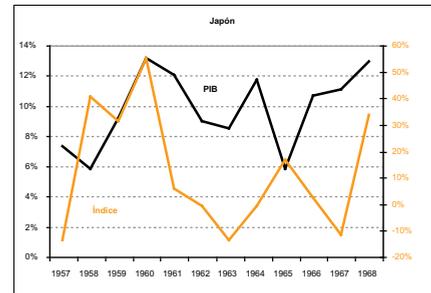
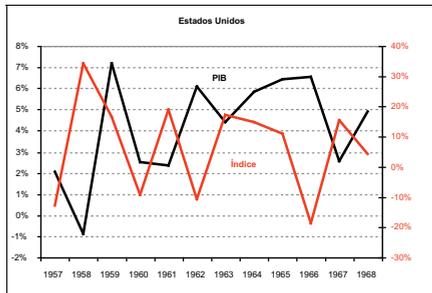
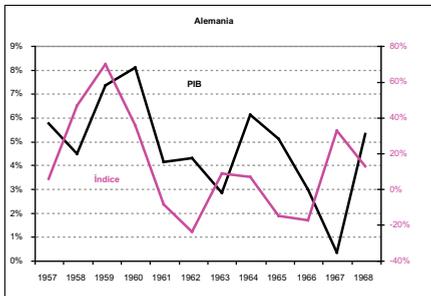
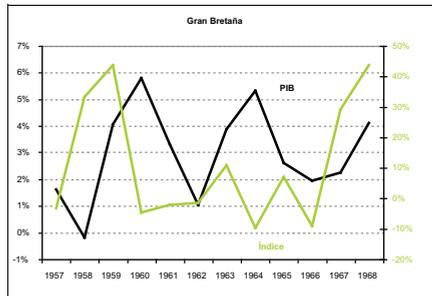
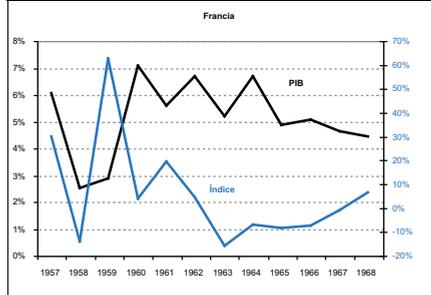
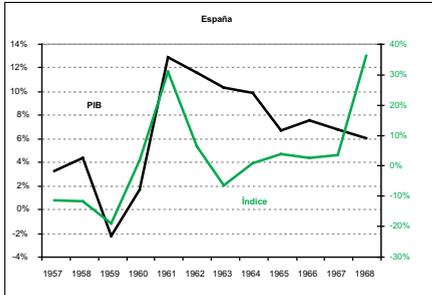
## 4. INTERRELACIÓN: ANÁLISIS PREDICTIVO

Con la finalidad de constatar el carácter predictivo del ciclo financiero en relación al ciclo real, se analizan a continuación las evoluciones gráficas, crisis por crisis y país por país, de las variaciones del PIB y de los índices bursátiles.

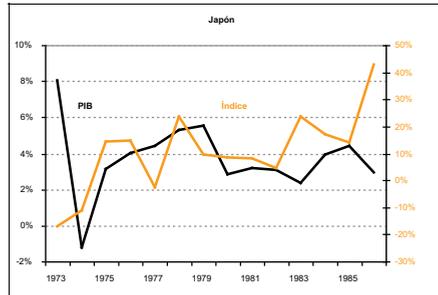
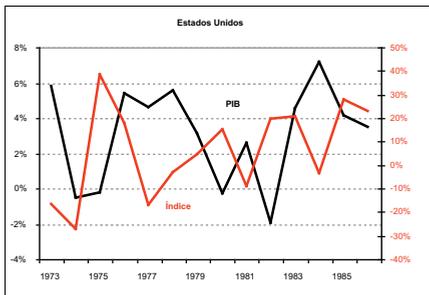
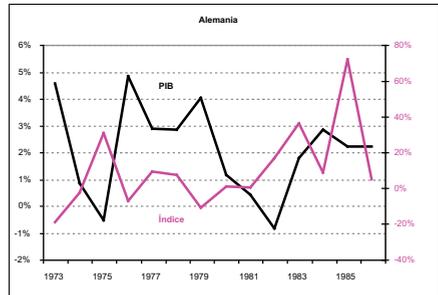
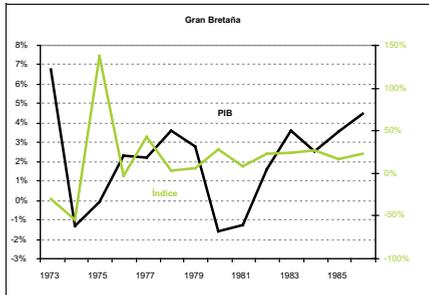
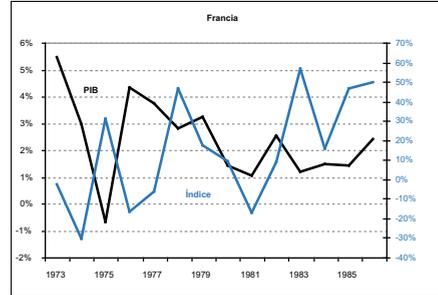
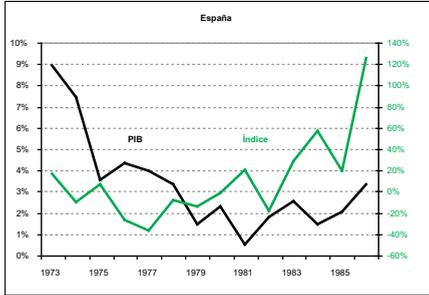
### 4.1 Crisis del 29



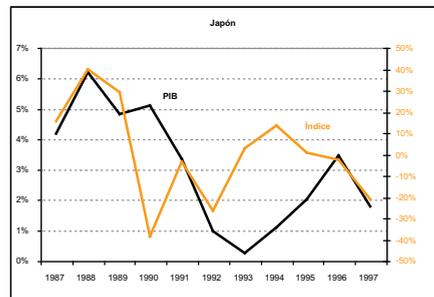
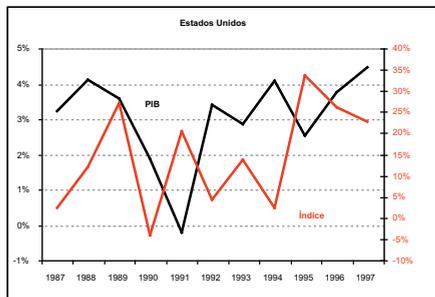
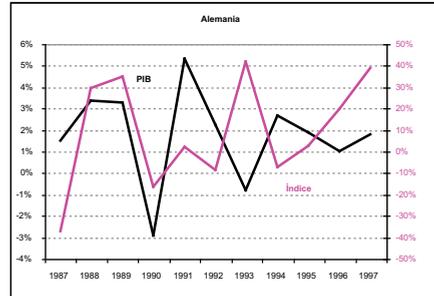
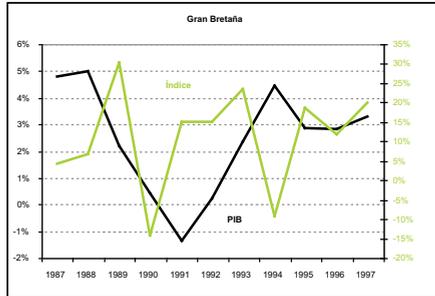
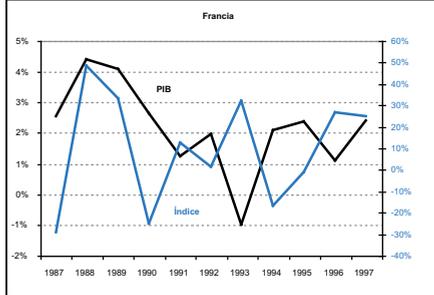
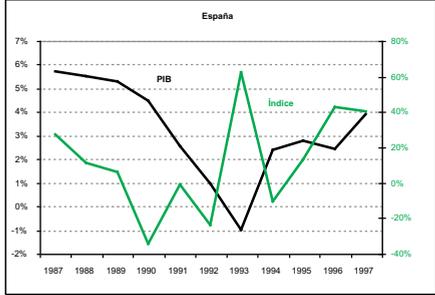
## 4.2 Crisis del 57



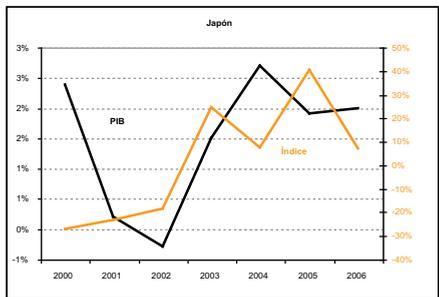
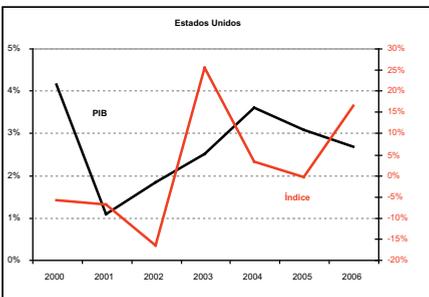
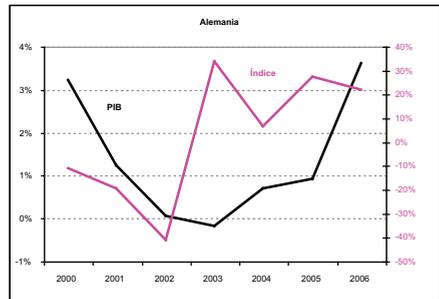
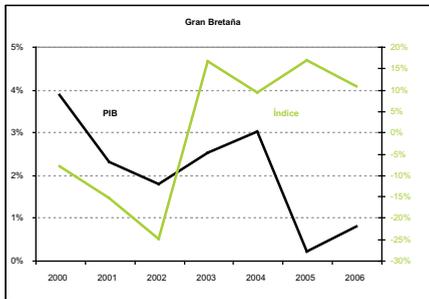
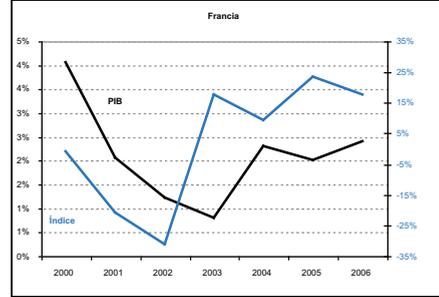
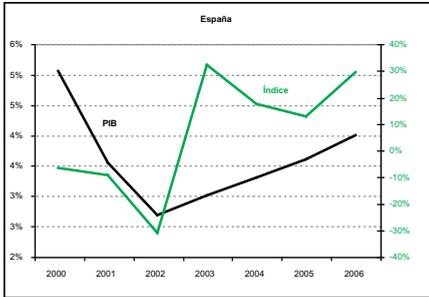
### 4.3 Crisis del 73



### 4.4 Crisis del 87



### 4.5 Crisis del 2000



## 4.6 Conclusiones

El análisis comparativo anterior pone de manifiesto que, efectivamente, el ciclo financiero anticipa, en términos generales, el ciclo real. De hecho, la correlación entre la tasa de variación de los índices bursátiles y la tasa de variación del nivel de actividad con desfase temporal de un año (habida cuenta la disponibilidad estadística) se presenta consistente y, a mayor abundamiento, el índice de regresión ( $R^2$ ) adquiere mayor robustez a medida que transcurre el tiempo, como consecuencia posiblemente de la mayor interrelación que va determinándose entre el sector financiero y el sector real de las economías. Sin embargo, cabe destacar matizaciones importantes.

Crisis del 29. El carácter predictivo es particularmente relevante en el caso americano e inglés. En España, el crac financiero casi es concomitante con el descenso del índice de producción, a parte del suspenso que supone la Guerra Civil. Francia y, particularmente, Alemania y Japón muestran sesgos significativos que priorizan la evolución de la economía real respecto de la financiera, sobre todo por los efectos del período prebélico. En estos últimos países, además, las políticas de reconstrucción posteriores a la Segunda Guerra Mundial continúan priorizando la actividad productiva, en un contexto en el cual el sector financiero se mueve con extrema languidez. De todas maneras, a partir de los años 50 la interrelación se hace más evidente.

Crisis del 57. Este desigual ciclo entre cada uno de los países considerados, evidencia una interrelación contrastable y más verosímil en lo relativo a anticipar las fases contractivas. En el caso español, empero, los efectos del plan de estabilización y la subsiguiente fase desarrollista confiere una cierta independencia al ciclo real, en particular una vez descontados los efectos positivos que supuso la reestructuración de 1959. En el resto de los países, se da carácter predictivo alternado con fases concomitantes, a excepción de Estados Unidos y Gran Bretaña.

Crisis del 73. La interrelación se hace más robusta con la particularidad que, en general, la evolución de la economía real presenta mayores índices de variación en las tasas respectivas, al tiempo que la evolución bursátil muestra una tendencia relativamente alcista y con escasa volatilidad, a excepción del mercado americano.

Crisis del 87. El carácter predictivo es consistente en ambas fases cíclicas, si bien con evoluciones encontradas en los casos americano y alemán. Japón empieza a registrar un comportamiento atípico, preludio de la grave recesión que condiciona su economía.

Crisis del 2000. Por la naturaleza del desajuste financiero, se observa disasociación entre ambos ciclos, lo cual no excluye de manera consistente el carácter predictivo tanto en las fases contractivas como en las expansivas, aunque con intensidades muy dispares.

Por todo lo anterior puede, pues, concluirse que efectivamente el ciclo financiero anticipa al ciclo real, con mayor precisión en las fases contractivas que en las de recuperación. Éstas, además, manifiestan mayores ritmos oscilatorios, con el añadido que cuando el ciclo financiero, en vez de manifestarse rotundamente en forma de V, adquiere un diseño de U o W, la fase de recuperación de la economía real tiende a mostrar un comportamiento en forma de L, sobre todo en el período subsiguiente al relativo al punto mínimo del ciclo.

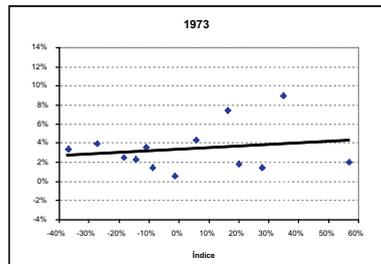
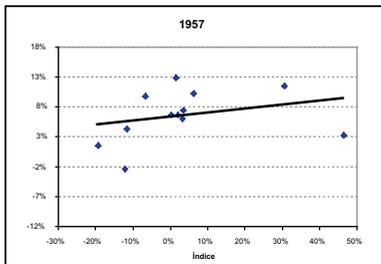
## APÉNDICE LA INTERRELACIÓN EN EL CASO ESPAÑOL

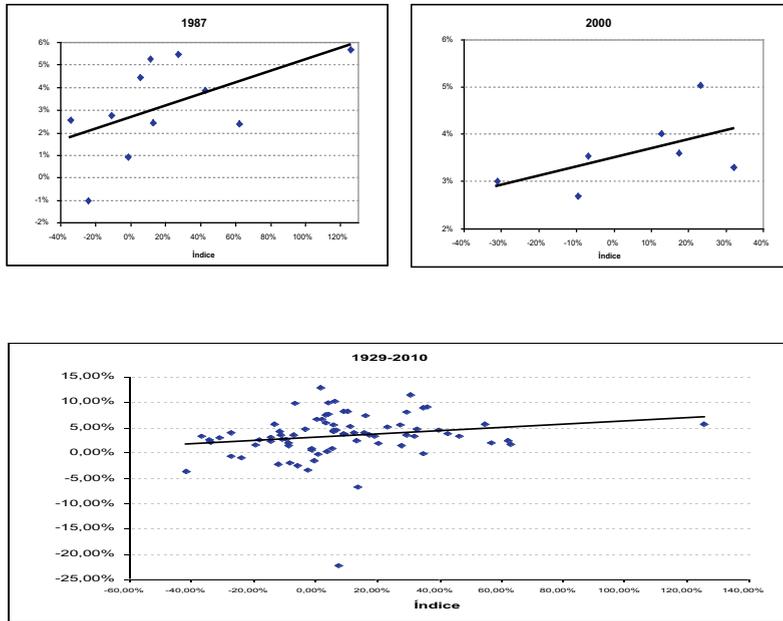
*El análisis anterior aplicado específicamente al caso español, además de ratificar los resultados obtenidos, permiten matizaciones adicionales relevante. Para esta finalidad, se tienen en cuenta la evolución temporal de las tasas de variación del índice bursátil y del PIB con un desfase temporal de un año (cuadro numérico) y el correspondiente análisis de regresión mínimo cuadrática (gráficos) atendiendo a cada una de las crisis consideradas a excepción de la del 29 por coincidir el ciclo respectivo con la Guerra Civil.*

# SEMINARIO SOBRE POLÍTICA ANTICÍCLICA

Variación índice		Variación PIB	
	-	7,07%	1929
1929	-2,54%	-3,36%	1930
1930	-5,69%	-2,55%	1931
1931	-34,06%	2,16%	1932
1932	-8,16%	-1,96%	1933
1933	8,96%	3,78%	1934
1934	-8,78%	2,01%	1935
1935	7,62%	-22,27%	1936
1936	-	-8,25%	1937
1937	-	-0,04%	1938
1938	-	7,96%	1939
1939	-	9,68%	1940
1940	-0,57%	-1,60%	1941
1941	5,90%	5,58%	1942
1942	9,18%	3,69%	1943
1943	-3,08%	4,65%	1944
1944	13,54%	-6,76%	1945
1945	6,62%	4,49%	1946
1946	63,13%	1,65%	1947
1947	3,89%	0,25%	1948
1948	-27,19%	-0,65%	1949
1949	-14,52%	3,10%	1950
1950	4,29%	9,94%	1951
1951	10,19%	8,16%	1952
1952	1,02%	-0,33%	1953
1953	4,35%	7,59%	1954
1954	15,98%	3,99%	1955
1955	29,39%	8,13%	1956
1956	46,61%	3,20%	1957
1957	-11,58%	4,32%	1958
1958	-12,03%	-2,30%	1959
1959	-19,39%	1,58%	1960
1960	1,60%	12,82%	1961
1961	30,67%	11,49%	1962
1962	6,18%	10,21%	1963
1963	-6,67%	9,83%	1964
1964	0,39%	6,62%	1965
1965	3,50%	7,46%	1966
1966	2,06%	6,72%	1967
1967	3,18%	6,00%	1968
1968	35,95%	9,00%	1969

1969	54,76%	5,73%	1970
1970	-13,13%	5,72%	1971
1971	9,19%	8,26%	1972
1972	34,93%	8,93%	1973
1973	16,32%	7,43%	1974
1974	-10,99%	3,52%	1975
1975	5,95%	4,29%	1976
1976	-27,27%	3,98%	1977
1977	-36,79%	3,33%	1978
1978	-8,74%	1,42%	1979
1979	-14,34%	2,27%	1980
1980	-1,21%	0,52%	1981
1981	20,16%	1,79%	1982
1982	-18,26%	2,53%	1983
1983	27,89%	1,46%	1984
1984	56,77%	2,03%	1985
1985	19,04%	3,30%	1986
1986	125,59%	5,69%	1987
1987	27,29%	5,47%	1988
1988	11,22%	5,28%	1989
1989	5,74%	4,45%	1990
1990	-34,38%	2,55%	1991
1991	-1,19%	0,93%	1992
1992	-23,97%	-1,03%	1993
1993	62,03%	2,38%	1994
1994	-10,82%	2,76%	1995
1995	13,10%	2,41%	1996
1996	42,85%	3,87%	1997
1997	39,96%	4,48%	1998
1998	32,61%	4,75%	1999
1999	23,16%	5,04%	2000
2000	-6,83%	3,54%	2001
2001	-9,56%	2,68%	2002
2002	-31,18%	3,00%	2003
2003	32,00%	3,30%	2004
2004	17,56%	3,60%	2005
2005	12,65%	4,00%	2006
2006	29,30%	3,60%	2007
2007	5,22%	0,90%	2008
2008	-41,84%	-3,70%	2009
2009	34,72%	-0,10%	2010
2010	-19,69%		





- 1957 .....  $\%PIB_t = 0,0643 (\% \acute{I}ndice_{t-1} + 0,97)$
- 1973 .....  $\%PIB_t = 0,0163 (\% \acute{I}ndice_{t-1} + 2,01)$
- 1987 .....  $\%PIB_t = 0,0255 (\% \acute{I}ndice_{t-1} + 1,04)$
- 2000 .....  $\%PIB_t = 0,0194 (\% \acute{I}ndice_{t-1} + 1,79)$
- 1929 - 2010 .....  $\%PIB_t = 0,0327 (\% \acute{I}ndice_{t-1} + 0,92)$

A la vista de estos resultados, las matizaciones aludidas hacen referencia a los extremos siguientes:

*Primero.- El ciclo financiero, efectivamente, anticipa al ciclo real, con más precisión en las fases contractivas que en las de recuperación, observándose en éstas, como se indicó, mayor dispersión e incluso asimetrías en los períodos próximos a los mínimos alcanzados en los cuales el ciclo real adopta transitoriamente comportamientos en forma de L.*

*Segundo.- Cuantitativamente, la interrelación estudiada para todo el período (1929 – 2010) arroja correlación positiva en el 77% de los casos (siempre con el desfase temporal de un año).*

*Tercero.- La repercusión temporal del ciclo financiero sobre el ciclo real es más rápida en las contracciones que en las recuperaciones.*

*Cuarto.- Las variaciones positivas de los índices bursátiles repercuten ligeramente en mayor proporción sobre la variación del PIB que las variaciones negativas (+10%, 0,35% y -10%, -0,30%).*

*Quinto.- A medida que la economía ha ido consolidando tasas positivas de crecimiento económico, ha aumentado la interrelación entre la actividad financiera y actividad productiva.*

*Sexto.- La globalización financiera ha homologado, en particular a partir de la segunda mitad de los años 90, la intensidad, las oscilaciones y la duración del ciclo financiero en los mercados.*

## **5. TEORÍA Y POLÍTICA ANTICÍCLICA**

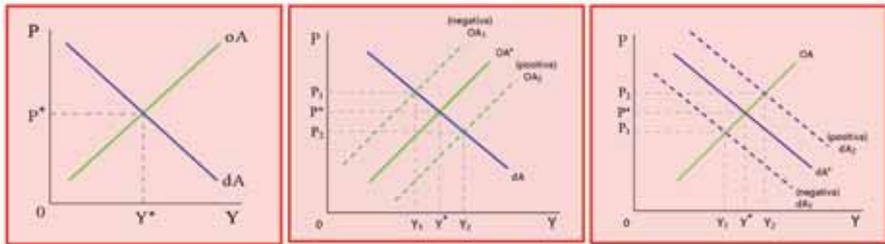
Situar la economía a la producción potencial es el objetivo óptimo de la política macroeconómica, dado que ello supone un volumen de desempleo a la tasa natural de paro y un nivel de inflación neutral respecto a la desocupación (NAIRU). Las medidas usualmente instrumentadas para esta finalidad determinan la política anticíclica o política de estabilización cíclica. Y el hecho de que el ciclo financiero anticipe, en general, al ciclo real, es una señal relevante para la puesta en práctica de este tipo de medidas.

### **5.1 El marco conceptual**

Teóricamente, el modelo conocido como “oferta agregada-demanda agregada”, es el referente convencional para fundamentar la orientación de la política anticíclica.

La oferta agregada (oA) indica la cantidad de producción nacional a cada nivel de precios y la correspondiente relación funcional determina una línea ascendente entre ambas variables. La determinación de esta línea tiene en cuenta la función de producción, en tanto que la relación entre los factores productivos utilizados y el volumen de producción obtenida, dado el estado de la técnica. Por su parte, la demanda agregada (dA) expresa el gasto agregado (consumo, inversión, gasto público y exportaciones netas) a cada nivel de precios y muestra una línea descendente entre las variables.

El gráfico de la izquierda muestra la respectiva interrelación que determina, a la vez, el equilibrio macroeconómico a corto plazo del nivel de precios ( $P^*$ ) y el equilibrio a largo plazo de la producción agregada ( $Y^*$ ).



El equilibrio macroeconómico es un referente teórico. El mundo de la realidad presenta discrepancias importantes en función de altibajos coyunturales que, en definitiva, configuran los ciclos económicos con repercusiones en los volúmenes de producción y ocupación, por un lado y por el otro, en variaciones de los tipos de interés, del nivel de precios y de los activos financieros. En este sentido, los gráficos del centro y de la derecha reflejan hipotéticas situaciones reales, en las cuales oferta y demanda agregada de equilibrio registran, respectivamente, perturbaciones, que la política anticíclica tiende a corregir.

Las perturbaciones de oferta (desplazamientos de la línea) pueden ser negativos (hacia arriba y a la izquierda) y positivos (hacia abajo y a la derecha). Los resultados son, obviamente, diferentes. Dada la demanda agregada, una perturbación de oferta negativa reduce la producción y aumenta el nivel de precios, con lo que la economía entra en estancamiento y experimenta a la vez paro e inflación. Una perturbación de oferta positiva, por el contrario, implica más producción a un nivel de precios menor, lo que repercute en alcanzar comparativamente una situación óptima.

Las perturbaciones de demanda afectan igualmente al desplazamiento de la curva respectiva. Una perturbación negativa (desplazamiento hacia abajo y a la izquierda) disminuye a la vez la producción y el nivel de precios y una perturbación positiva (desplazamiento hacia arriba y a la derecha) mejora en conjunto el volumen de producción y el nivel de precios. También los resultados son diferentes. Una perturbación negativa tiende a originar una situación recesiva, con menos producción y también con un nivel de precios más reducido. Una perturbación positiva acelera la actividad con presiones inflacionistas de mayor o menor intensidad según el alcance de la perturbación.

A la vista de estos resultados, el análisis convencional distingue entre políticas de oferta y políticas de demanda. Las primeras, habida cuenta la naturaleza de las variables y la significación de los resultados, se instalan en el largo plazo y, en realidad, estructuran las políticas de crecimiento económico. Las segundas, también por la naturaleza de las variables y significación de los resultados, se inscriben en el medio y corto plazo y definen las medidas usuales de la política monetaria, de la política fiscal y también de la política comercial y cambiaria. De hecho, la política anticíclica se asienta substantivamente en políticas de demanda.

## APÉNDICE MEDICIÓN DEL CICLO ECONÓMICO

*La formación de expectativas responde a percepciones subjetivas, con la ayuda de información, conocimiento, experiencia, intuición. No obstante, de manera creciente desde los años setenta, diferentes centros de estudios publican periódicamente indicadores sobre el clima económico. Los elaborados por instituciones norteamericanas tienen gran reputación. Son usuales, entre otros:*

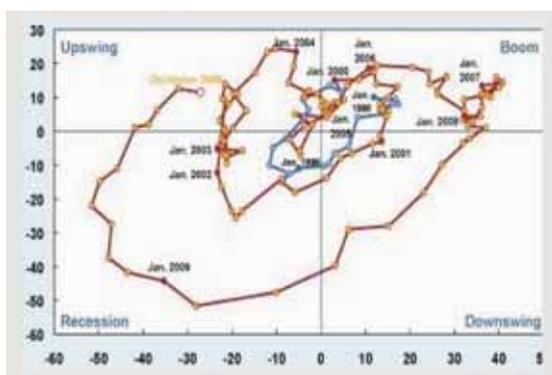
- *Índice de indicadores avanzado (Leading economic indicators, LEI). El Conference Board edita mensualmente un índice elaborado por el Bureau of Economic Analysis que identifica diez indicadores (precios, empleo, acciones, subsidio de paro, oferta monetaria, licencias de edificación...) que se comportan de manera avanzada en relación con la evolución de la economía. La publicación continuada durante tres meses de datos positivos o negativos se interpreta como un cambio de tendencia cíclica.*

- *Índice de la Asociación Nacional de Jefes de Compras (Institute for Supply Management, ISM). Este índice sucede al NAPM y mide la fortaleza de la actividad manufacturera a partir del análisis de la conducta de los jefes de compras miembros del Instituto. El cálculo se fundamenta en una encuesta a 400 miembros sobre un total de 20 industrias nacionales y cubre cinco categorías básicas (manufactura, nuevos pedidos, stocks, empleo y entrega de pedidos), cada una con ponderación específica. Un índice por encima de 50 se interpreta como una señal de expansión, y por debajo, de contracción*

- *Índice de la Reserva Federal de Filadelfia (Philadelphia Federal Reserve Survey). El índice se construye a través de una encuesta mensual de expectativas empresariales que se realiza desde el mes de mayo de 1968 a ejecutivos del sector industrial*

del distrito de esta reserva federal. El cálculo del índice se hace restando el porcentaje de opiniones pesimistas al de opiniones optimistas, acotándose entre + 100 y - 100. Así, un equilibrio entre ambas posturas se traduce en un índice igual a cero. Por debajo, la economía atraviesa fases contractivas, y por encima, fases expansivas.

En el ámbito de la UE, ha adquirido notoriedad últimamente el índice IFO (Business-Cycle Clock Germany. Manufacturing Industry). Es de publicación mensual y su interés radica, además del ámbito geográfico, en que encadena el valor de los índices anteriores en el marco de una dispersión entre cuatro cuadrantes, como muestra el cuadro adjunto.



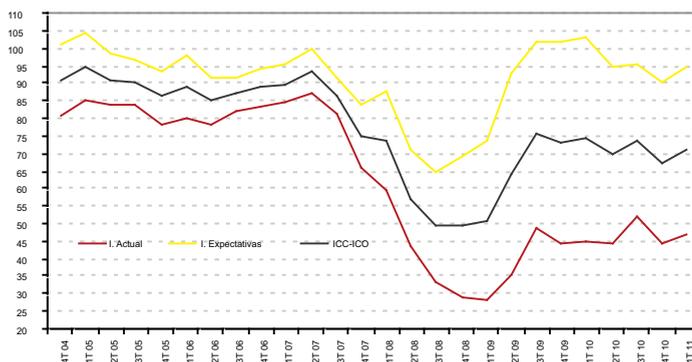
Los registros del cuadrante superior derecho reflejan situaciones de expansión de la economía; los del inferior derecho, fases de contracción; los del inferior izquierdo, situaciones recesivas, y los del superior izquierdo, estadios de recuperación. La “lógica del indicador” se concreta en que los giros en la dirección de las agujas del reloj denotan expectativas positivas y, en sentido contrario, expectativas negativas.

En España, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) publica mensualmente un indicador de confianza del consumidor (ICC-ICO) desde septiembre de 2004, a partir de un barómetro de opinión a una muestra representativa de la población de mil individuos mayores de dieciséis años. Se les pide que valoren “mejor” o “peor” la situación actual, respecto de la que existía seis meses antes, de su economía familiar, de la economía española y del empleo, así como sus expectativas para los próximos seis meses.

Se calcula como media aritmética de los balances de la situación actual y de las expectativas. El índice está compuesto por dos indicadores parciales, uno relativo a la situación actual y otro sobre expectativas. El primero, por tanto, refleja la valoración

actual respecto de la de seis meses antes, y el segundo hace referencia a la situación económica esperada dentro de seis meses. El margen de oscilación va de 0 a 200. Por encima de 100 indica una percepción optimista, y por debajo, pesimista.

El cuadro siguiente recoge la evolución del índice ICO y de sus componentes desde el cuarto trimestre de 2004 hasta el primer trimestre de 2011.



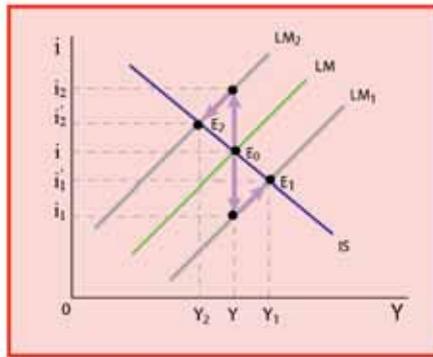
Medio trimestral	4T 04	1T 05	2T 05	3T 05	4T 05	1T 06	2T 06	3T 06	4T 06	1T 07	2T 07	3T 07	4T 07	1T 08	2T 08	3T 08	4T 08	1T 09	2T 09	3T 09	4T 09	1T 10	2T 10	3T 10	4T 10	1T 11	
ICC-ICO	90,9	94,9	91,2	90,4	86,6	88,8	84,9	86,8	88,8	89,9	93,4	86,4	74,9	73,6	57,3	49,1	49,3	50,9	64	75,3	73,1	74,2	69,7	73,8	67,2	70,8	
I. Actual	81	85,2	84,1	84	77,9	79,8	76,2	81,6	83,4	84,4	87,1	81,2	65,9	59,6	43,6	33,4	29,1	27,9	35	48,5	44,5	45,1	44,4	52	44,1	46,6	
I. Expectativas	100,0	105	98,4	96,8	93,4	97,8	91,0	91,0	94,2	90,3	99,7	91,0	83,0	87,6	71	64,6	69,4	73,9	90	102	102	102	102	96	95,6	90,3	94,9

## 5.2 Política monetaria

La utilización por parte del banco central de instrumentos y medidas para determinar la oferta monetaria y el tipo de interés define la política monetaria. La finalidad de las políticas de este tipo es influir en los resultados de variables macroeconómicas relevantes, como la producción, la ocupación, los tipos de interés, la inflación, los precios de los activos financieros, el valor internacional de la moneda...

Los fundamentos teóricos de la política monetaria descansan principalmente en el modelo IS-LM. Se trata de un mecanismo más restringido que el modelo oA-dA, pero muy operativo para el análisis de la interrelación entre el tipo de interés y la renta nacional, a través de la consideración conjunta del sector real (curva IS, que refleja

el equilibrio del sector real: ahorro = inversión) y del sector monetario (curva LM, que a su vez indica el equilibrio del sector monetario: oferta monetaria = demanda de dinero). La curva IS muestra una relación positiva entre tipo de interés y renta nacional y la curva LM una relación negativa entre ambas variables. Gráficamente, el punto de intersección de ambas curvas determina el equilibrio “global” de la economía, en el sentido de estar equilibrados tanto en el mercado de bienes como en el mercado financiero. Como puede observarse en el gráfico siguiente, este equilibrio establece el referente teórico para el tipo de interés ( $i$ ) y la renta nacional o provisión ( $y$ ).



La política monetaria se centra en la curva LM. Así, establecido el tipo de interés ( $i$ ) y la renta nacional de equilibrio ( $y$ ), la modificación de la cantidad de dinero, en aumento o en disminución ( $LM_1$ ,  $LM_2$ ), influye en el tipo de interés ( $i_1$ ,  $i_2$ ). Dada entonces la curva IS, la renta nacional se modifica en uno u otro sentido ( $y_1$ ,  $y_2$ ). Se establece, en consecuencia, nuevos equilibrios que, para cada nivel de renta abarata o encarece relativamente el precio del dinero, determinándose sendos tipos de interés ( $i'_1$ ,  $i'_2$ ).

Las políticas monetarias expansivas provocan una reducción del tipo de interés y un aumento del nivel de renta. Las políticas de tipo contractivo, por su parte, originan un aumento del tipo de interés y una disminución del nivel de renta.

La eficacia de la política monetaria depende de la elasticidad de la curva LM. Si la curva es absolutamente elástica, la política monetaria es ineficaz (trampa de la liquidez) en cambio, si la curva es totalmente vertical la política monetaria es muy eficaz (prescripción clásica).

En el primer caso, el tipo de interés es cercano a cero y, por lo tanto, el precio de los bonos muy elevado y bajo en coste de oportunidad. Cualquier incremento de la

cantidad de dinero se mantiene en forma líquida y no influye en el tipo de interés. De hecho, cuanto más bajos son los tipos de interés más difícil es que el aumento de la oferta monetaria tienda a reducirlos aún más y, consiguientemente, no surgen efectos expansivos ni en la inversión ni en la renta. La política monetaria es ineficaz.

En el segundo caso, el nivel de renta depende exclusivamente de la cantidad de dinero (bajo supuesto de la constancia de la velocidad de circulación). En este contexto, cualquier incremento de la oferta monetaria repercute íntegramente en el nivel de precios, con lo cual todo el dinero disponible está aplicado, tanto por la elevada cuantía del coste de oportunidad como por el bajo precio de los bonos, susceptibles de futuras revalorizaciones. La política monetaria es eficaz.

En el mundo real ni la curva LM es absolutamente elástica ni totalmente vertical y las lecciones de la experiencia enseñan que la curva tiende a ser más horizontal cuanto más bajos son los tipos de interés y más reducido el nivel de renta. Y cada vez más vertical, cuanto más alto es el tipo de interés y mayor el nivel de renta.

Por tanto, se concluye por lo que atañe a la política monetaria, que si la economía está relanzada la curva LM es bastante horizontal y así la instrumentación de medidas monetarias es poco eficaz para incentivar la producción y el empleo. Contrariamente, si la economía está acelerada, la curva LM muestra verticalidad y la política monetaria es eficaz para frenarla. En definitiva, la política monetaria es más eficaz para frenar que para estimular la actividad económica.

Operativamente, la política monetaria se centra sustantivamente en la oferta monetaria o en el tipo de interés, en el bien entendido que cuando la variable objetivo de la autoridad es la oferta monetaria queda determinado el tipo de interés y si, por el contrario el tipo de interés es la variable objetivo, entonces se ajusta la oferta monetaria. En el contexto de este dilema, ha sido relevante en los últimos tiempos lo que se conoce como “regla de Taylor” (profesor de Stanford y subsecretario del Tesoro), ya que introduce en escena el papel de la inflación.

La regla indica, pues, como debe ajustar el Banco Central el tipo de interés nominal si la inflación se aleja del nivel requerido y la tasa de paro de la tasa natural. En concreto, cuando la inflación supera en un punto el objetivo fijado, la regla prescribe que el Banco central debe contrarrestarlo subiendo 1,5 puntos el tipo de interés y cuando la producción efectiva supera un 1% la producción potencial, el tipo de interés debe subirse, a su vez, en 0,50%.

La regla de Taylor es un referente en la medida que interactúa entre políticas activas y políticas regladas y en su ámbito los bancos centrales intervienen para fijar el tipo de interés, más que actuar sobre la cantidad nominal de dinero. Y ello es así porque de esta manera se influye positivamente en los mercados financieros, ya que la actuación reglada disipa incertidumbres en la formación de expectativas.

## APÉNDICE EL COEFICIENTE DE CRÉDITO

*El crédito es uno de los factores que mayormente influye en el movimiento cíclico. De hecho, la evidencia empírica pone de manifiesto que la facilidad de crédito exagera las expansiones y alarga, a la hora que deprime aún más, las recesiones. El análisis especializado reciente, de todas formas, pone mayor énfasis en los efectos que origina la contracción crediticia. Esta contracción surge cuando los agentes económicos no pueden recaudar en los mercados financieros los recursos que necesitan para desarrollar su actividad. En este contexto, la contracción crediticia implica racionamiento del crédito, es decir, los prestamistas limitan la cantidad que solicitan empresas y familias, aunque estén dispuestos a pagar el tipo de interés vigente.*

*En estas situaciones, el funcionamiento normal de la economía incorpora disfunción. Por un lado, porque las familias deciden el gasto en consumo en función de la renta actual y no de la renta permanente. Por otro, porque las empresas limitan la inversión únicamente a los beneficios de cada momento. En cualquier caso, las restricciones financieras en general y las contracciones crediticias en particular, tienden a impedir la realización de inversiones rentables.*

*La función del crédito en el ciclo económico ha sido objeto de análisis por parte de diferentes economistas a lo largo de la historia, sobre todo, tras los puntos de vista de K. Wicksell (1851-1926). En la actualidad, la cuestión se ha retomado a raíz de la crisis financiera 2007, en un contexto de extrema restricción crediticia y en el seno de un notable desconcierto del sistema financiero.*

*La banca, falta de liquidez y con graves problemas de solvencia, reduce fuertemente la oferta de crédito. La escasez de crédito a empresas y familias realimenta la recesión, deprime la demanda de consumo y hace que aumente el paro. La magnitud del problema obliga, por un lado, a replantear la función primigenia del sistema bancario y, por otro, a reforzar el régimen regulador.*

*Un instrumento adecuado para paliar tanto el otorgamiento como la restricción indiscriminada del crédito es la aplicación reglamentaria del coeficiente de crédito. El coeficiente de crédito se define cómo el cociente entre el crédito otorgado y el volumen de depósitos, y su fundamentación radica en garantizar y hacer cumplir la finalidad básica que la banca tiene en el sistema económico: transformar depósitos en crédito.*

*El crédito se dispensa según la liquidez de las entidades bancarias, teniendo en cuenta el tipo de interés, el grado de solvencia y el cumplimiento de las exigencias establecidas por el banco central. La liquidez, por su parte, depende de los recursos propios, de la financiación que puedan obtener las entidades y de los depósitos. Formalmente:*

$$C_{re} = f(L(R_p, F, D)),$$

*donde  $C_{re}$  representa el crédito,  $L$  la liquidez,  $R_p$  los recursos propios,  $F$  la financiación obtenida mediante operaciones de este tipo y  $D$  los depósitos.*

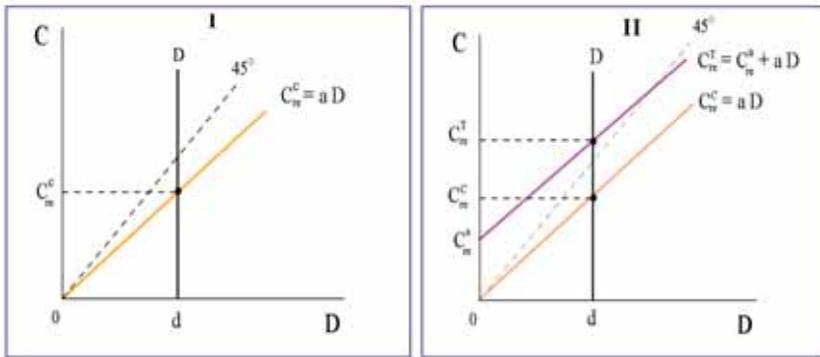
*El crédito total ( $C_{re}^T$ ) es susceptible de dividirse en crédito autónomo ( $C_{re}^a$ ) y crédito condicionado ( $C_{re}^c$ ). El primero tiene carácter discrecional, dado que depende de los recursos propios y de las disponibilidades liquidas obtenidas a través de operaciones de financiación. El segundo, en cambio, debería estar reglamentado, ya que depende exclusivamente de los depósitos. Es decir:*

$$C_{re}^a = f(R_p, F)$$

y

$$C_{re}^c = f(D).$$

*El gráfico siguiente (I), donde en un plano de coordenadas se representa en el eje vertical el crédito ( $C$ ) y en el horizontal los depósitos ( $D$ ), muestra (en términos sencillos y suponiendo  $C_{re}^a = 0$  si  $D = 0$ ) que la crédito-depósitos ( $C_{re}^c = aD$ ) aumenta gradualmente por debajo de la línea de los 45°, porque el crédito otorgado es menor que el volumen de depósitos por las exigencias del coeficiente de caja y la evaluación de garantías.*

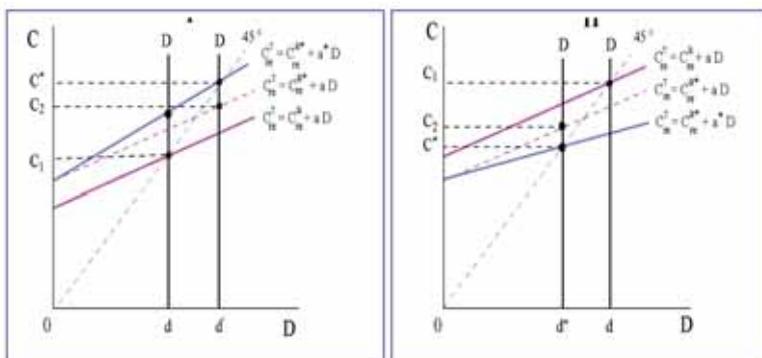


La línea crédito-depósito con pendiente  $a$  (que, al ser lineal, implica la igualdad entre las propensiones media y marginal al crédito), indica la relación entre depósitos y crédito. La línea  $D$  representa el volumen de depósitos. El punto de intersección entre ambas líneas determina el crédito a otorgar,  $C_{re}^c$ , en función de los recursos depositados en cada momento,  $d$ . Si éstos aumentan (desplazamientos a la derecha de la línea  $D$ ), también aumentará el crédito a otorgar; si disminuyen (desplazamientos a la izquierda), el crédito disminuirá.

La expresión  $C_{re}^c = aD$  refleja la evolución del crédito condicionado. Ahora bien, teniendo en cuenta que el crédito total es la suma del crédito condicionado más el crédito autónomo, la línea del crédito total parte de un determinado nivel del eje de ordenadas (figura II), según la expresión  $C_{re}^T = C_{re}^a + aD$ , donde  $C_{re}^a$  es la cuantía del crédito autónomo. En este caso, con el mismo volumen de depósitos,  $d$ , la cuantía del crédito otorgado es mayor ( $C_{re}^T > C_{re}^c$ ).

La evolución del crédito varía según la coyuntura. En las fases expansivas aumentan significativamente el crédito autónomo y también el crédito condicionado, hasta el punto de originar perturbaciones positivas en la demanda agregada acelerando el nivel de actividad con evidentes manifestaciones inflacionistas. Al contrario en las fases recesivas. El crédito autónomo disminuye de manera importante, y también el crédito condicionado y la demanda agregada reciben el impacto de perturbaciones negativas que realimentan el proceso recesivo.

En los gráficos siguientes se indica la repercusión de la variación de la oferta de crédito sobre la línea crédito-depósitos. El primero tiene en cuenta el aumento del crédito en las fases expansivas y, el segundo, la restricción crediticia en coyunturas recesivas. En ambos casos, la evolución de los depósitos se acomoda a las respectivas variaciones.



La expansión del crédito desplaza hacia arriba la línea crédito-depósitos (figura I, línea roja de puntos), ya que aumenta la concesión de crédito autónomo ( $C_{re}^{a*} > C_{re}^a$ ). Ahora bien, como a la vez aumenta el crédito condicionado por encima del aumento relativo del volumen de depósitos, también varía la inclinación de la línea  $a < a^*$  (línea azul).

El resultado es “exceso de crédito”, de  $C_2$  a  $C^*$ , como consecuencia de este desajuste. En el supuesto de disminución crediticia, todo lo contrario (figura II): se genera una “restricción de crédito” equivalente a la diferencia entre  $C_2$  y  $C^*$  (teniendo en cuenta que  $a > a^*$ ).

Dado que en las expansiones el volumen de depósitos aumenta (de  $d$  a  $d'$ ) y disminuye en las contracciones (de  $d$  a  $d'$ ), el resultado anterior se matiza en un sentido u otro. Pero en ambos casos la evolución del crédito condicionado no se ajusta a la evolución del volumen de depósitos.

Tanto el exceso como la restricción de crédito, con claras implicaciones sobre la economía (el modelo IS-LM explica los efectos sobre la demanda agregada), obedecen a que la línea del crédito total experimenta a la vez desplazamientos (por el crédito autónomo) y cambios de pendiente (por el crédito condicionado). Y mientras los desplazamientos obedecen a la potestad discrecional de las instituciones crediticias (recursos propios y financiación), el cambio de pendiente incumple la proporción entre crédito y depósitos. La aplicación del coeficiente de crédito evita estas disfunciones.

### 5.3 Política fiscal

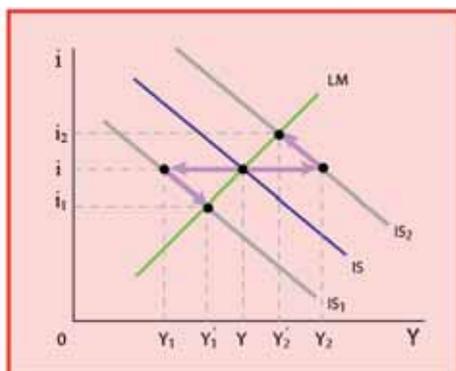
El Estado recauda impuestos y realiza gasto público, incluyendo las transferencias. Desde un punto de vista amplio, por política fiscal se entiende aquella política del gobierno relativa a las compras del Estado, a las transferencias y a la estructura impositiva. Desde un punto de vista estricto, la política fiscal define las actuaciones gubernamentales sobre los impuestos y el gasto público con la intención de incidir en los resultados de la economía.

Los impuestos y el gasto público, pues, los instrumentos sustantivos de la política fiscal. Y en este sentido, hay que tener presente que, conjuntamente con los efectos directos de la puesta en práctica de las medidas específicas en cada caso, se originan efectos indirectos y de tipo secuencial como consecuencia de operar lo que se conoce como “multiplicadores” (multiplicador de la inversión, multiplicador de las transferencias y multiplicador de los impuestos).

Además, hay que tener igualmente en cuenta que los impuestos presentan dos particularidades adicionales. Por un lado, en tanto que determinantes de la renta disponible en relación con la renta total, afectan la cuantía de la propensión marginal a consumir (es decir el cociente entre el incremento que experimenta el gasto y consumo y el aumento que experimenta la renta una vez deducida la carga tributaria). Por otro lado, establecido el sistema impositivo y sus diferentes figuras, su rendimiento, o sea, la recaudación, varía automáticamente al variar la renta nacional (estabilizadores automáticos, lo que motiva modificaciones coyunturales de la magnitud del multiplicador).

Todas estas singularidades son importantes, naturalmente, para el diseño de la política fiscal a partir de la conclusión genérica que el aumento de la presión tributaria disminuye la renta, mientras que el aumento del gasto público implica su aumento. Y al contrario en caso de disminución.

Con este referente como punto de partida, la fundamentación teórica de la política fiscal, igualmente que con la política monetaria, se nutre de las implicaciones que ofrece el modelo IS-LM, en el sentido de que, en este caso, la política fiscal afecta a la curva IS. Así, bajadas de impuestos y aumentos de transferencias y de gasto público desplazan la curva hacia la derecha y por el contrario, subidas de impuestos menos transferencias y menor gasto público empujan la curva hacia la izquierda. El gráfico siguiente ilustra los efectos correspondientes.



Desplazamientos a la derecha ( $IS_2$ ) originan subidas del tipo de interés y aumentos en la renta.  $Y$ , al revés, desplazamientos a la izquierda ( $IS_1$ ), disminuciones del tipo de interés y de la renta.

Dada la curva LM, el cambio de las variables fiscales, que causan desplazamiento a la derecha (izquierda) de la curva IS por el efecto del multiplicador, reportaría un nuevo nivel de renta,  $Y_2$  ( $Y_1$ ). Este aumento (disminución) de actividad repercute en un aumento (disminución) del tipo de interés que, a su vez, desincentiva (incentiva) las inversiones y resitúa definitiva-mente el nivel de renta en  $Y'_2$  ( $Y'_1$ ).

De acuerdo con estos resultados, la eficacia de la política fiscal depende de la elasticidad de las curvas. Si la curva IS es perfectamente horizontal (insensibilidad total de la inversión respecto de la tasa de interés), la política fiscal es ineficaz. Por el contrario, si la curva IS es totalmente vertical (extrema sensibilidad de la inversión respecto del tipo de interés), la política fiscal es eficaz. En el mundo real, obviamente, ni hay perfecta horizontalidad ni total verticalidad y, por lo tanto, la política fiscal deviene progresivamente más eficaz según aumente la verticalidad de la curva IS.

De todos modos, esta eficacia resta condicionada por lo que se conoce como “efecto expulsión”. Es decir, cuando la aplicación de una política fiscal expansiva provoca un aumento de la tasa de interés y ello desincentiva la inversión privada.

Ellos es así porque el mayor (menor) nivel de actividad que suponen los desplazamientos a la derecha (a la izquierda) de la curva IS, implica un aumento (disminución) de la demanda de dinero para hacer frente a esta mayor, menor actividad. Si no varía la oferta monetaria, el tipo de interés subirá (bajará) y aumentará (disminuirá) la

inversión y la demanda de bienes duraderos. La presencia, pues del efecto expulsión condicional el alcance de la política fiscal.

Atendiendo, en resumen, todo lo anteriormente expuesto, pueden establecerse con carácter general y al margen de las connotaciones de todo tipo que puedan influenciar a los gestores de la política fiscal, las siguientes prescripciones:

Primera.- Las variaciones del gasto público en bienes y servicios influyen más sobre la demanda agregada que las variaciones de igual importe en impuestos y transferencias.

Segunda.- La política fiscal es más efectiva cuanto más elástica es la demanda de dinero en relación con el tipo de interés y también cuanto menor es la elasticidad de la inversión en relación asimismo con el tipo de interés.

Tercera.- La existencia del efecto expulsión es más probable en coyunturas en que la renta efectiva es cercana a la renta potencial y la política monetaria es más restrictiva.

Cuarta.- De manera general, la fundamentación teórica certifica que las perturbaciones que afectan al equilibrio macroeconómico pueden reconducirse a través de políticas fiscales expansivas cuando la economía atraviesa una recesión (brecha receptiva) y mediante políticas fiscales contractivas si la economía se encuentra excesivamente acelerada (brecha inflacionaria).

El trasfondo de la política fiscal está determinado por el presupuesto y éste, a su vez, por la problemática de la deuda pública entendida como resultado de los déficits presupuestarios anuales no liquidados. En este sentido, si el déficit presupuestario se entiende como déficit primario y la variación de la cuantía de la deuda de un año respecto del anterior, como déficit genérico, entonces la restricción presupuestaria del sector público subraya la operatividad relativa del pago de intereses y de la deuda primaria según la expresión

$$DE_t = (1 + i) DE_{t-1} + (DP_t - T_t),$$

donde  $DE_t$  es la deuda del año  $t$ ,  $(1 + i) DE_{t-1}$  el pago de intereses y  $DP_t - T_t$  el déficit primario. De acuerdo con esta formulación, se tienen en cuenta en relación al alcance de la política fiscal las siguientes implicaciones:

Primero. Para estabilizar la deuda, el gobierno debe eliminar el déficit y conseguir un superávit primario igual a los intereses de la deuda existente.

Segundo. Si los impuestos no varían, un aumento del gasto público deberá contrarrestarse con una disminución de éste en el futuro. Cuanto más tarde el gobierno en disminuirlo (o cuanto más elevado sea el tipo de interés), mayor deberá ser su cuantía.

Tercero. Si el gasto no varía, una disminución de los impuestos deberá contrarrestarse con futuros aumentos, que serán más elevados cuanto más tarde el gobierno en incrementarlos o cuanto más alto sea el tipo de interés.

Estas conclusiones deben añadirse al amplio consenso según el cual la gestión de la política fiscal de carácter estabilizador comporta la utilización de déficits presupuestarios durante las fases cíclicas recesivas y de superávits en las fases cíclicas expansivas (presupuesto equilibrado ajustado cíclicamente). Sin embargo, su eficacia en cada caso presupone tener presentes los diferenciales que puedan observarse entre el déficit efectivo y el déficit de plena ocupación, con diferentes consecuencias según que el peso de las medidas fiscales recaigan más o menos proporcionalmente en el gasto público o en los impuestos.

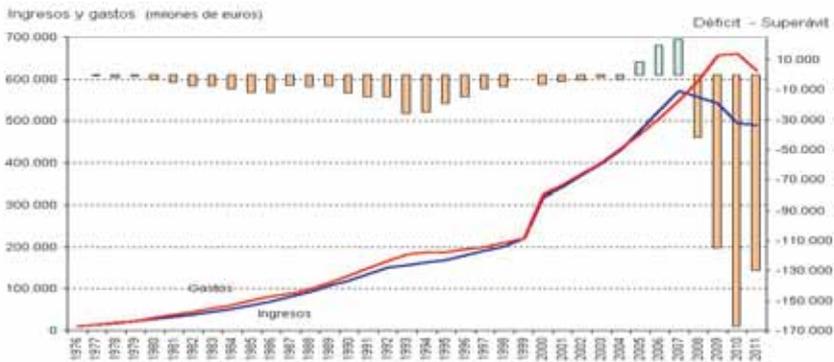
Si es el gasto el que tiene el rol predominante, en la medida que esté destinado a actividades productivas, los efectos de los déficits tenderán a compensarse en el futuro. En cambio, si el principal papel recae en los impuestos, la cuestión se vuelve más controvertida.

Por un lado, el déficit presupuestario originado por la bajada de impuestos deberá contrarrestarse con futuras subidas y, desde esta perspectiva temporal, hay que tener en cuenta la cuantía de la deuda asociada a los déficits generales y a la carga adicional, a menudo considerable, que suponen los intereses de la deuda. Por otro, la repercusión que los déficits anticíclicos tienen en la deuda grava a las generaciones futuras y, para minimizar esta eventualidad, el gobierno estará forzado a conseguir superávits primarios iguales a la cuantía de los intereses de la deuda existente.

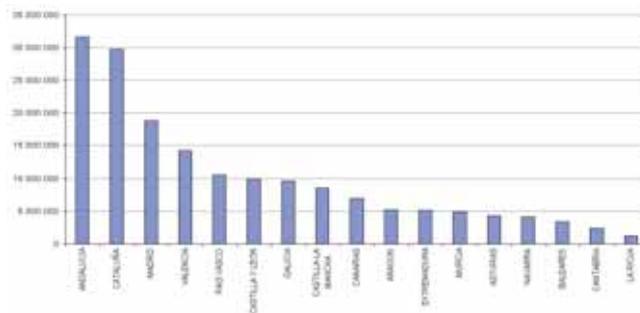
**APÉNDICE**

**EL PRESUPEUSTO DEL ESTADO Y DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS**

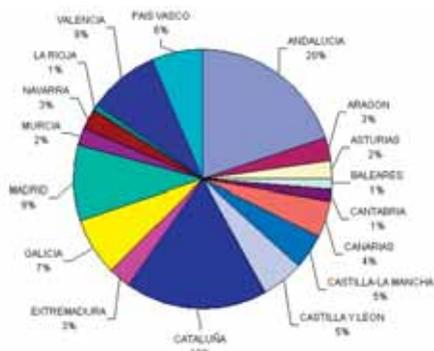
*El recuadro siguiente muestra la evolución de lo ingresos y los gastos presupuestarios desde 1976 hasta 2011 en millones de euros. El resultado comparativo de los registros contables (barras) indica la existencia de superávit o déficit. Se observa: primero, un importante crecimiento de la estructura presupuestaria, y segundo, la persistencia sistemática de déficit (durante este periodo de más de treinta años, tan sólo los presupuestos de 2005, 2006 y 2007 presentan superávit).*



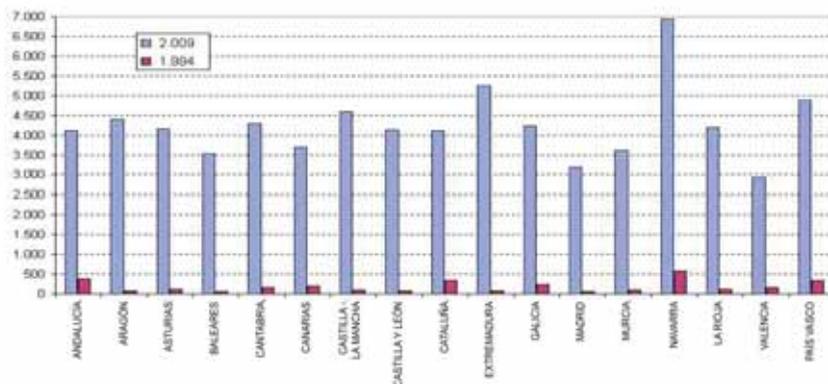
*Dada la organización territorial del Estado, son ilustrativos los registros presupuestarios de las CC.AA., que se pueden observar en el gráfico siguiente (año 2011 en millones de euros).*



*Esta estructura se ha mantenido bastante estable en el tiempo. El gráfico de pastel muestra, con relación a la media del periodo 1979-2011 el porcentaje del presupuesto de cada comunidad autónoma sobre la suma total.*



De todos modos el indicador usual para este tipo de análisis es el ajuste con la población; es decir, la cuantía presupuestada por habitante. En este sentido, el gráfico que sigue recoge los datos correspondientes (1984 en color marrón y 2011 en color azul).



De los datos anteriores se deducen principalmente las particularidades siguientes:

Primero, un crecimiento muy notable (la cuantía presupuestada se ha multiplicado por más de 22 veces). Este crecimiento, sin embargo, debe entenderse tanto por la provisionalidad de los datos de 1984, como por el aumento de las competencias transferidas durante este cuarto de siglo (en el mismo espacio de tiempo la población se ha multiplicado por 1,25).

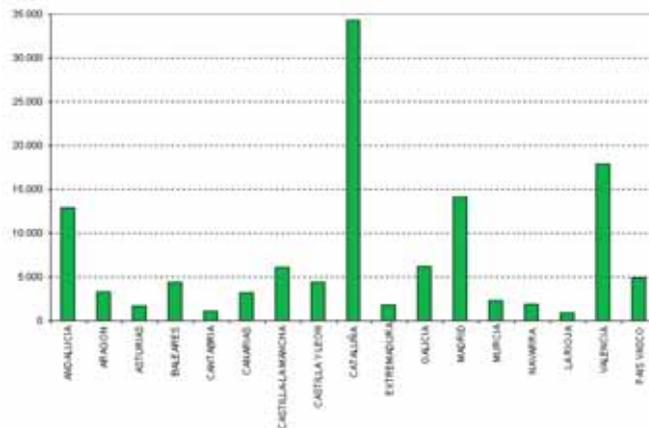
Segundo, de acuerdo con las cifras per cápita de 1984, cinco comunidades autónomas estaban por encima de la media (Navarra, Andalucía, País Vasco, Cataluña y

Galicia). En el año 2011, los territorios por encima de la media son siete: Navarra, País Vasco., Extremadura, Cataluña, Castilla-La Mancha, Cantabria y Asturias. Alrededor de la media se encuentran Aragón, Castilla-León y La Rioja. Y por debajo de la media Andalucía, Galicia, Murcia, Canarias, Baleares, Madrid y Valencia

Tercero, en cuanto a las tasas de crecimiento del periodo considerado, superan la media anual las comunidades de Madrid, Extremadura, Baleares, Aragón, Castilla-León, Castilla-La Mancha, Asturias, La Rioja, Murcia y Cantabria. Por debajo de la media se encuentran Comunidad Valenciana, Canarias, Galicia, País Vasco, Cataluña, Navarra y Andalucía.

Se observan tres niveles. El primero, con tasas superiores al 50% (Madrid, Extremadura, Baleares y Aragón). El segundo, con tasas entre el 30 y el 50% (Castilla y León, Castilla La-Mancha, La Rioja y Murcia). El resto de CC.AA., con tasas de crecimiento entre el 10 y el 30%, integran el tercer grupo (Cantabria, Canarias, Galicia, Comunidad Valenciana, País Vasco, Cataluña, Navarra y Andalucía).

Las posibilidades operativas que permite el presupuesto se han ampliado como consecuencia de la emisión de deuda pública realizada por cada comunidad. Dadas las cuantías y los ritmos de emisión, la situación actual muestra importantes diferencias. El gráfico siguiente indica, en millones de euros, el nivel de endeudamiento de cada comunidad a primer trimestre de 2011.



Por las implicaciones de todo tipo, es oportuno matizar las cuantías anteriores y referirlas en términos relativos. Por un lado, respecto a la población, es decir, el volumen de endeudamiento por habitante (€). Por otro, respecto a la producción, es decir,

*el porcentaje de endeudamiento sobre el PIB (%). Los recuadros siguientes muestran las respectivas cifras (en rojo, por encima de la media).*

Cataluña	4.569 €	Valencia	17,4 %
Baleares	3.949 €	Cataluña	17,2 %
Valencia	3.501 €	Castilla La-Mancha	16,9 %
Navarra	3.022 €	Baleares	16,3 %
Castilla La-Mancha	2.910 €	Galicia	11,0 %
La Rioja	2.698 €	La Rioja	11,0 %
Aragón	2.455 €	Navarra	10,3 %
País Vasco	2.258 €	Aragón	10,1 %
Galicia	2.208 €	Extremadura	9,9 %
Madrid	2.185 €	Andalucía	8,9 %
Cantabria	1.825 €	Murcia	8,5 %
Castilla y León	1.728 €	Cantabria	7,9 %
Extremadura	1.645 €	Canarias	7,8 %
Murcia	1.606 €	Castilla y León	7,7 %
Andalucía	1.536 €	Madrid	7,4 %
Asturias	1.532 €	País Vasco	7,3 %
Canarias	1.527 €	Asturias	7,1 %

## 5.4 Combinación de políticas

La utilización conjunta de la política fiscal y la política monetaria determina la combinación de políticas económicas. Su puesta en práctica responde, obviamente, a buscar mejores niveles de eficacia en relación con los objetivos deseados. En ocasiones se utilizan en el mismo sentido; en otras, en sentido contrario. Por ejemplo, para incentivar una economía que atraviesa una profunda recesión, es usual la utilización conjunta de políticas fiscales y monetarias expansivas. Puede suceder, no obstante, que se quiera combatir el déficit presupuestario aplicando una política fiscal contractiva y, para evitar que la economía entre en desaceleración, se aplique en sentido contrario una política monetaria expansiva.

Para la utilización correcta de la combinación de políticas, hay que tener en cuenta diferentes implicaciones problemáticas que, de darse, pueden causar disfunciones.

En primer lugar, es necesaria la coordinación, dado que la política fiscal la lleva a cabo el gobierno y la política monetaria es competencia del banco central.

En segundo lugar, hay que analizar el alcance de los retrasos. Es decir, mientras las medidas de política monetaria, una vez decididas, tienen aplicabilidad inmediata,

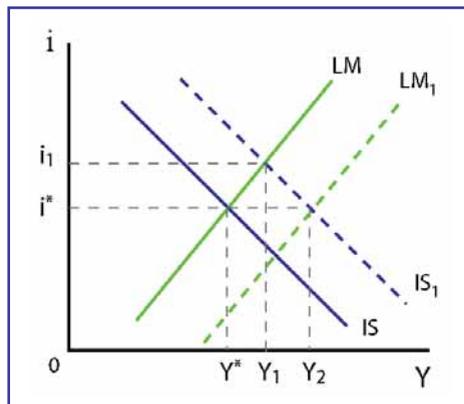
los instrumentos de la política fiscal requieren tiempo, ya sea por la burocracia presupuestaria, ya sea por los debates parlamentarios que usualmente suponen.

En tercer lugar, la política fiscal es menos flexible que la política monetaria, aunque ésta es más propensa a incurrir en problemas de incoherencia temporal. Además, hay que tener presente que los efectos de la combinación de políticas no son perceptibles de manera inmediata, así como que las variaciones de la renta de los consumidores o el gasto de inversión de las empresas no se producen ni simultáneamente ni de repente. Los aspectos dinámicos del proceso son importantes, en un escenario donde secuencialmente cambia el tipo de interés, también el nivel de precios, y, finalmente, la producción y el empleo.

La combinación de políticas afecta a la demanda agregada, que se desplaza a la derecha (medidas expansivas) o a la izquierda (medidas contractivas). Según el modelo oA-dA, los desplazamientos a la derecha comportan aumentos del nivel de precios y de la renta, y los desplazamientos a la izquierda, disminuciones conjuntas de los precios y de la renta.

No obstante, en el seno del proceso, otras variables cambian, particularmente el tipo de interés. Por eso, el análisis de la combinación de políticas es más ilustrativo utilizando el modelo IS-LM, donde las relaciones entre el tipo de interés y la renta aparecen explícitamente y, por tanto, quedan establecidos los resultados de las respectivas políticas, siempre que la economía no se caracterice por la trampa de la liquidez o la curva de oferta sea perfectamente rígida.

El cuadro siguiente muestra un desplazamiento gráfico de la combinación de políticas, suponiendo una política fiscal expansiva y una política monetaria acomodaticia.



Así pues, se observa que las medidas fiscales de tipo expansivo desplazan hacia la derecha la curva IS hasta  $IS_1$  y aumenta la producción de  $Y^*$  a  $Y_1$ , y también aumenta el tipo de interés de  $i^*$  a  $i_1$ . La acomodación de la política monetaria, en este caso con un aumento de la oferta de dinero, también desplaza la curva LM hasta  $LM_1$ , con lo que la producción todavía aumenta más,  $Y_2$ , como consecuencia de quedar compensada la subida previa del tipo de interés, que vuelve al nivel inicial,  $Y^*$ .

En este ejemplo, la combinación de políticas hace que entren en juego tanto políticas fiscales como medidas monetarias, con el doble propósito de aumentar el nivel de actividad y mantener invariable el tipo de interés. Las alternativas, naturalmente, son variadas y dependen de los objetivos fijados. Por ello, hay que tener presente, con carácter general, que:

1) La renta nacional o producción aumenta aplicando políticas expansivas, tanto fiscales como monetarias, y disminuye con la aplicación de políticas contractivas.

2) El tipo de interés, en cambio, muestra variaciones mutuamente contrarias, ya que, en las políticas expansivas, las medidas fiscales implican subidas y las de tipo monetario, bajadas, y en las políticas contractivas, las medidas de naturaleza fiscal comportan bajadas, y las monetarias, subidas.

## APÉNDICE

### LA RELACIÓN INFLACIÓN-PARO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SEGÚN LA CURVA DE PHILLIPS

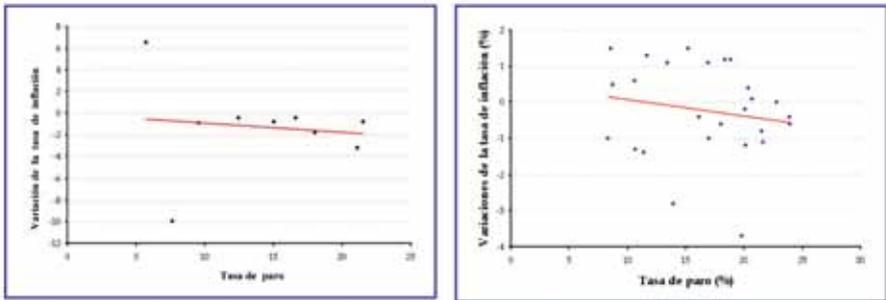
*Las teorías macroeconómicas investigan la realidad para conocer las relaciones causa-efecto de los fenómenos objeto de estudio y disponer así de prescripciones que, a título predictivo, son útiles para orientar eficazmente las políticas económicas.*

*La formulación original de la curva de Phillips presentaba una relación empírica fiable que, en el marco de una explicación teórica consistente, sirvió a las autoridades económicas para fijar objetivos sobre la disyuntiva inflación-paro. Pero los hechos del mundo real que sustentaban este planteamiento cambiaron repentinamente a principios de los años setenta, y la relación establecida entre la tasa de inflación y la tasa de paro se rompió. Por primera vez en muchos años, las perturbaciones de oferta originadas por la súbita subida del precio del petróleo distorsionaron los esquemas hasta entonces aplicados para la gestión de la economía. Y la curva de Phillips original, cayó en desuso, apareciendo en su lugar una nueva versión.*

Conceptualmente, la curva de Phillips original reflejaba una relación entre la tasa de inflación y la tasa de paro. La nueva versión tiene en cuenta las variaciones de la tasa de inflación respecto de la tasa de paro y considera como factor de influencia la inflación esperada, la tasa natural de paro y la tasa de paro efectivo.

En el caso español, la correlación negativa entre tasa de inflación y tasa de paro se mantuvo creíblemente hasta casi 1984, a diferencia de otros países donde esta correlación empezó a desaparecer a partir de mediados de los años setenta. El análisis, por lo tanto, de la disyuntiva inflación-paro hay que plantearlo a partir de aquel año y según la nueva versión de la curva de Phillips.

Los gráficos siguientes muestran la evolución de la relación entre las variaciones de la tasa de inflación y la tasa de paro de 1976 a 2010, dividida en dos periodos dadas las respectivas vicisitudes coyunturales. El primero va de 1976 a 1985 y el segundo de 1985 a 2010.

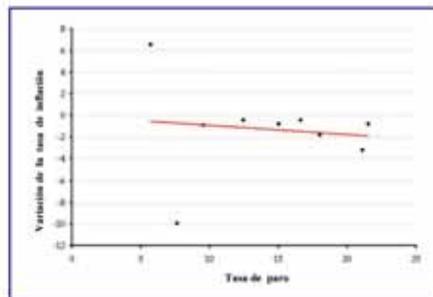


De 1976 a 1985 la curva de Phillips explica consistentemente la relación inflación-paro. Como se observa en el gráfico adjunto, que recoge la evolución del paro y la inflación de 1976 a 2010, las bajas tasas de paro de inicios del periodo se corresponden con subidas de inflación; y justo al contra-rio. Cuando el paro empieza a registrar aumentos considerables, la inflación responde con descensos también importantes.

De 1986 a 2010, en cambio, la fiabilidad de la curva de Phillips se diluye. Subidas y bajadas de la tasa de paro tienen una débil correspondencia con el comportamiento de la inflación que, en general, va disminuyendo a lo largo de estos años.

La correlación entre la variación de la tasa de inflación y la tasa de paro del primer periodo tiene la recta de regresión  $y = -0,09x + 0,0054$ . Dado que  $y$  representa

la variación de la tasa de inflación ( $p_t - p_{t-1}$ ) y  $x$  la tasa de paro ( $u_t$ ), describiendo la ecuación anterior de la forma  $y = -0,09(x - 0,06)$ , resulta que se obtiene una tasa natural de paro del 6%, es decir, a este nivel se cifra la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU). En el segundo período temporal considerado, la situación cambia. En efecto, la recta de regresión es  $y = -0,05x + 0,54$ , y así  $y = -0,005(x - 0,054)$ . Se obtiene, pues, una tasa natural de paro o NAIRU sensiblemente mayor, 10,8%.



Se concluye, en consecuencia, que la tasa de paro natural durante el primer periodo es relativamente baja. Sin embargo, en esta época la inflación fue elevada y la tasa de paro experimentó un crecimiento espectacular con registros que superaban el 21%. Por tanto, existía una gran diferencia entre el paro efectivo y el paro natural. Este resultado confirma la prescripción teórica de que, en etapas de elevada inflación, una tasa de paro alta no tiene por qué obedecer a una tasa de paro natural también alta. Desde el punto de vista práctico, este resultado también pone de relieve la existencia de un importante paro cíclico que, de hecho, fue el que sufrió la economía española en aquellos años.

Durante el segundo periodo, la tasa de paro natural subió. La inflación siguió moderándose y llegó a tasas, aunque superiores a la media europea, bastante bajas en relación con épocas anteriores. El paro, en el seno de un proceso oscilante, también inició un proceso descendente que, aunque también superior a la media europea, registró una tasa media en torno al 15,4%. En este caso, la diferencia entre paro efectivo y paro natural disminuyó considerablemente, y se constató también la prescripción teórica de que si la inflación se mantiene relativamente estable (y como la tasa efectiva y la tasa natural tienden a coincidir), un paro efectivo elevado responde a un paro natural también elevado. De todas formas, la crisis financiera 2007 subvierte los resultados anteriores configurando una situación extrema que se aproxima a un estadio de estanflación, en claro incumplimiento de las prescripciones que se derivan

*de la curva de Phillips. Y es que, una vez más se constata como sucedió a principios de la década de los 70, que la curva de Phillips no se ajusta a la problemática que generan los shocks de oferta.*

*La consideración conjunta de los resultados anteriores muestra las implicaciones de la relación inflación-paro en la economía española, en el contexto de la curva de Phillips. Ahora bien, aunque en general se cumple que cuando la inflación es elevada el paro es relativamente bajo y al revés, la tendencia creciente que experimenta la tasa de paro natural introduce importantes interrogantes sobre la eficacia de las políticas de fomento del empleo, dadas las distorsiones en aumento sobre el paro estructural y, principalmente, sobre el paro friccional, en el componente específico del paro juvenil.*

## **5.5 Política comercial y cambiaria**

La política monetaria y la política fiscal suministran los instrumentos substantivos de la política anticíclica. Ello no obstante y en un contexto general, también contribuyen a la estabilidad cíclica otros instrumentos propios de la política comercial y cambiaria.

Las medidas que adopta el gobierno para ordenar las relaciones económicas internacionales definen la política comercial, cuando afectan a las importaciones y las exportaciones, y la política cambiaria, cuando se determina la paridad de la moneda nacional respecto de las divisas.

La política comercial es de naturaleza directa. Es decir, las medidas aplicadas se dirigen directamente a regular los volúmenes de importaciones y exportaciones, lo que se hace mediante el establecimiento de aranceles y contingentes, para las compras en el exterior, y de programas de incentivos, para motivar las ventas en el resto del mundo.

La política cambiaria sólo tiene carácter directo si se adopta el sistema de tipo de cambio fijo. De lo contrario, la paridad recibe las influencias de las fluctuaciones que experimentan los mercados de divisas.

Ahora bien, en ambos casos, el tráfico de bienes y servicios y las oscilaciones del tipo de cambio acusan los efectos de políticas económicas (principalmente fiscales y monetarias) que las autoridades competentes llevan a cabo para estabilizar la economía. Por tanto, tanto la balanza comercial como el tipo de cambio están condicionados, aunque indirectamente, por las políticas económicas aplicadas en cada coyuntura.

El análisis macroeconómico de la economía abierta establece las bases teóricas que permiten fundamentar los instrumentos y las medidas que, directa o indirectamente, hacen viables o condicionan las políticas comercial y cambiaria. El escenario resultante pone de relieve las siguientes conclusiones operativas de carácter genérico:

Primera.- La relación entre exportaciones netas y demanda agregada explica que la disminución de las importaciones o el aumento de las exportaciones mejora la balanza comercial, mientras que el aumento de las importaciones y la reducción de las exportaciones, la empeoran.

Segunda.- En el marco que reflejan estos resultados, la confrontación entre los efectos de los movimientos de bienes y los movimientos de capitales, ponen de manifiesto que una política proteccionista sólo aprecia el tipo de cambio real, sin mejorar la balanza comercial. En contrapartida, disminuye el volumen de comercio exterior.

Tercera.- La relación entre ahorro-inversión y tipo de interés real indica, en referencia a una situación comercial equilibrada, que una política fiscal expansiva que reduce el ahorro nacional provoca déficit comercial. También indica que una expansión monetaria originada en el extranjero que repercute en una subida del tipo de interés mundial genera superávit comercial.

Cuarta.- La relación entre tipo de cambio real y exportaciones netas indica que las expansiones fiscales aprecian la moneda, pero empeoran la balanza comercial, mientras que las expansiones monetarias que suponen subidas del tipo de interés mundial repercuten en un “país pequeño” depreciando la moneda nacional y mejorando la balanza comercial.

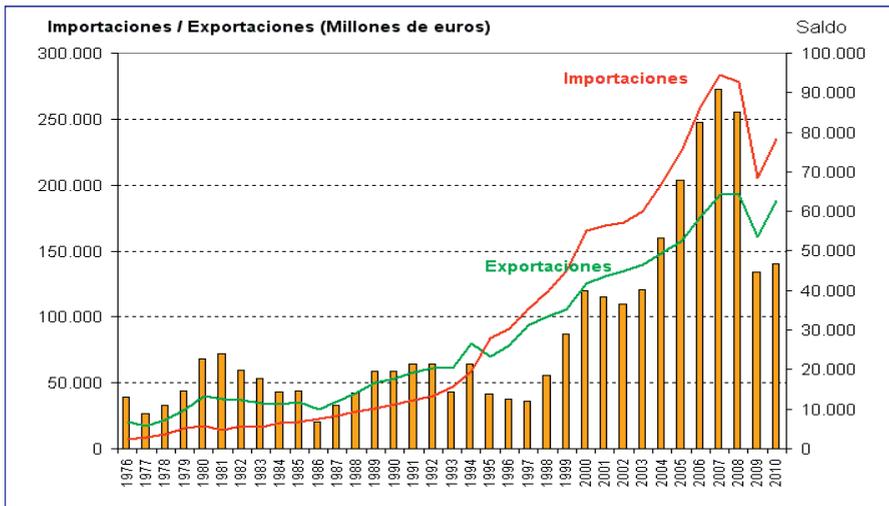
Quinta.- La relación entre tipo de cambio y renta nacional concluye que, en un sistema tipo de cambio flexible, la política fiscal expansiva eleva el tipo de cambio y aprecia la moneda, pero no afecta a la renta nacional. Estos resultados también se obtienen aplicando políticas comerciales directas que restringen las importaciones. En cambio, en un sistema de tipo de cambio fijo, una expansión fiscal aumenta la renta nacional, igual que una política comercial restrictiva de importaciones.

Sexta.- Por su parte, medidas monetarias expansivas aumentan la renta y provocan depreciación de la moneda en un sistema de cambio flexible, pero son ineficaces en un sistema de tipo de cambio fijo.

## APÉNDICE

### EL SECTOR EXTERIOR EN ESPAÑA Y CIFRAS DEL COMERCIO MUNDIAL

*El déficit comercial es crónico en la economía española. En el gráfico siguiente se muestra la evolución de las importaciones (línea roja), las exportaciones (línea verde) y el déficit comercial (barras) desde 1975 hasta 2010, según la publicación Comercio Exterior de España, del Ministerio de Hacienda.*

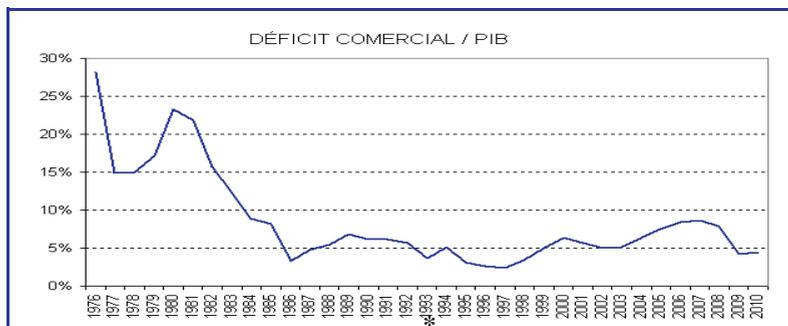


*De todas formas, la apertura de la economía española hacia el exterior ha ido creciendo desde el “Plan de Estabilización” de 1959, en que se liberalizan las importaciones. El ingreso en la CEE en el año 1986 y la adopción del euro han reforzado esta tendencia. De hecho, la zona euro representa más del 60% de las relaciones comerciales con el exterior.*

*España exporta principalmente producto tecnológico de grado medio; los sectores característicos son los semimanufacturados, bienes de equipo y automóviles. Las importaciones se concretan de manera importante en la compra de productos energéticos y materias primas. También en bienes de consumo y automóviles, y de manera decreciente en bienes de equipo, lo que pone de manifiesto la importancia creciente del comercio intraindustrial.*

*Hay que tener en cuenta, de todos modos, que si bien el comercio exterior español es secularmente deficitario, el déficit correspondiente ha mejorado en términos relativos en*

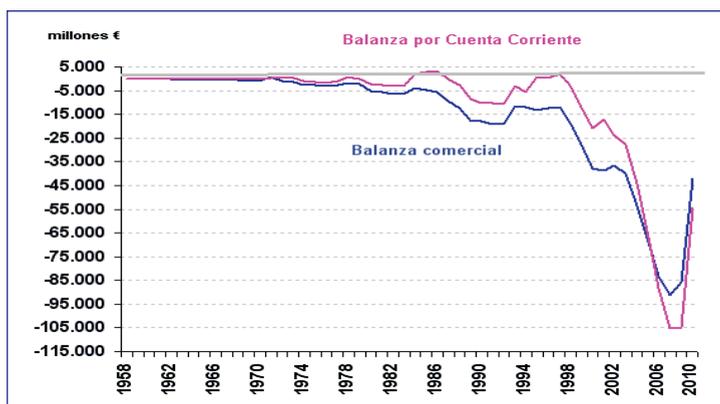
relación con el PIB. El gráfico siguiente muestra precisamente la evolución del cociente entre déficit comercial y PIB, observándose una mejora considerable a partir de 1986.



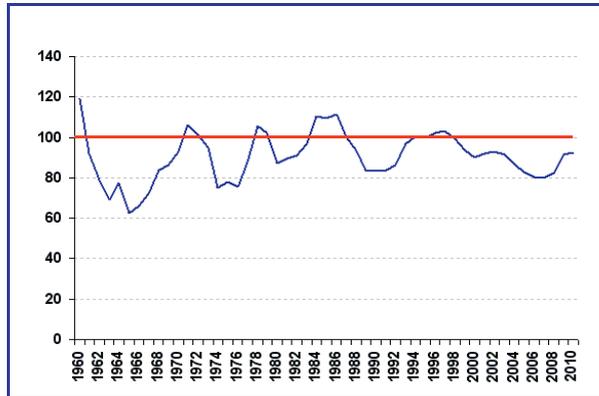
La relación entre cuenta corriente y balanza comercial es objeto de análisis específicos por la importancia que sus componentes tienen en el comercio exterior.

La balanza comercial hace referencia concretamente a importaciones y exportaciones, y la balanza por cuenta corriente incluye este tráfico junto con el relativo a servicios, rentas y transferencias corrientes. El análisis de sus respectivos saldos es un importante referente para orientar la política comercial y el peso específico del país en el concierto mundial.

El gráfico siguiente recoge la evolución de estas dos cuentas respecto del comercio exterior español entre los años 1959 y 2010, y se observa, como ya se ha indicado, la existencia de déficits comerciales seculares que, salvo en ocasiones excepcionales, condicionan el saldo de la balanza por cuenta corriente.

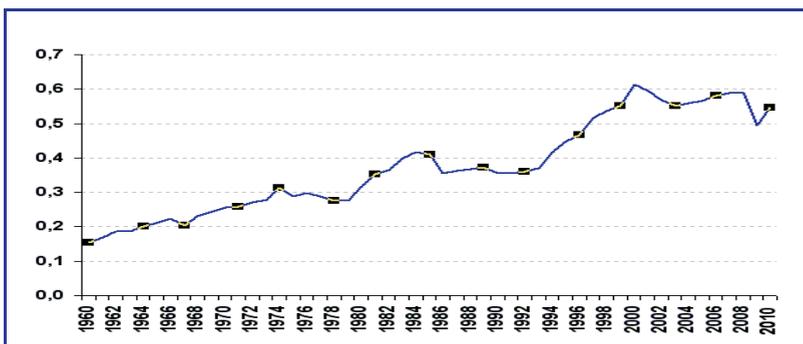


En este mismo sentido, el gráfico adjunto registra la evolución de la tasa de cobertura a lo largo del periodo considerado.



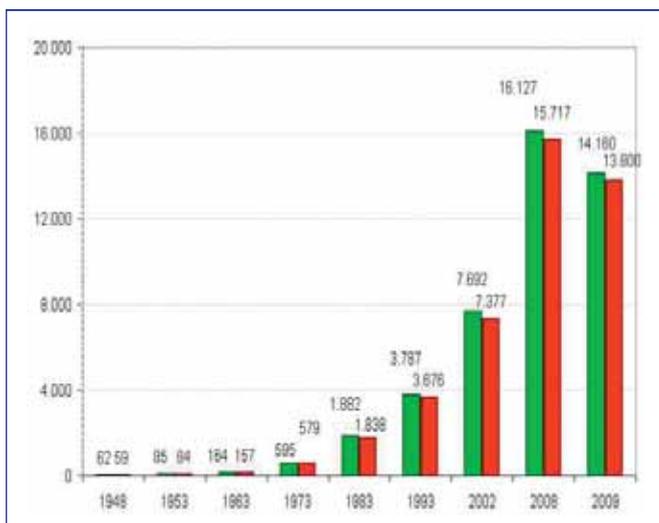
La tasa de cobertura viene dada por el cociente entre exportaciones e importaciones e indica el valor de las importaciones del país que pueden financiarse según el valor de las exportaciones. Cuando el cociente es superior a 1 (o a 100, en términos porcentuales), expresa que el valor de las exportaciones cubre el valor de las importaciones. En sentido contrario, el valor de las ventas al exterior no cubre el valor de las compras y, por lo tanto, se registra déficit comercial. El gráfico corrobora, efectivamente, la existencia de déficits crónicos que caracterizan al comercio exterior español.

Por otra parte, la evolución gráfica del cuadro siguiente hace referencia al grado de apertura. Es decir, la importancia de la participación del país en el comercio mundial en relación con el nivel de actividad. El grado de apertura se calcula por el cociente entre la suma de importaciones y exportaciones y el PIB.



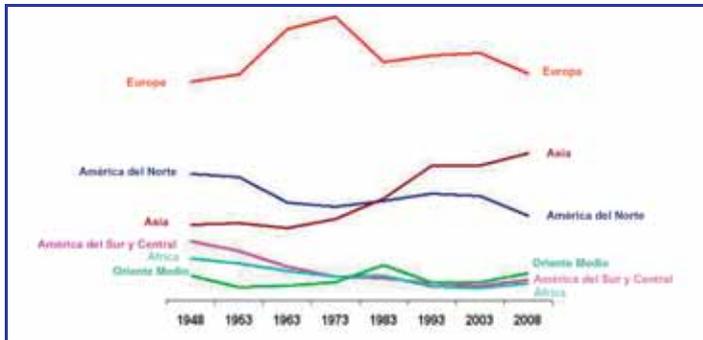
*En este caso se observa que, independientemente de los resultados comerciales, el peso de las relaciones económicas internacionales en la economía española ha ido creciendo desde la puesta en práctica del Plan de Estabilización en 1959. Un crecimiento que en este periodo se ha multiplicado casi por cuatro y que tiene una importante aceleración a principios de la segunda mitad de los años noventa y otorga a España un mayor papel en el comercio mundial.*

*Los movimientos internacionales de bienes y de capital han experimentado un importante crecimiento desde la Segunda Guerra Mundial. En realidad, el comercio mundial ha aumentado significativamente y ha contribuido poderosamente, en términos generales, al bienestar colectivo, aunque a escala individual las disparidades son muy notables. Sin embargo, como ya proclamó Alfred Marshall “las causas que determinan el progreso de las naciones pertenecen al estudio del comercio internacional”.*



*El gráfico adjunto indica la evolución de los intercambios desde 1948 hasta el año 2008. En este periodo, las importaciones (color verde) han pasado de 62 millones de dólares a 16.127, y las exportaciones (color rojo), de 50 millones a 15.717. El tráfico se ha multiplicado más de 250 veces. El año 2009, sin embargo, el comercio mundial registró el descenso más importante desde la Segunda Guerra Mundial: un 12,2%.*

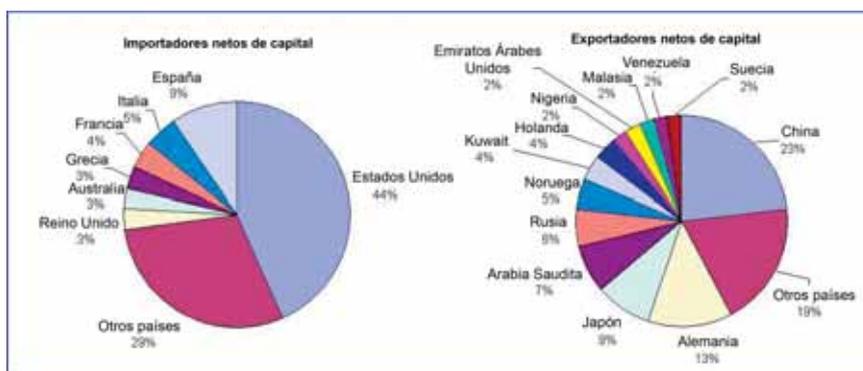
Las participaciones relativas de los países participantes han variado en algunos casos de manera considerable. Porcentualmente, encabeza el ranking Europa, con un discreto crecimiento entre 1948 y 2008. Le sigue Estados Unidos, que registra un ligero descenso durante el periodo. Asia, que en conjunto ocupaba el tercer puesto del ranking en 1948, ha pasado en la actualidad al segundo lugar, llegando a ser China el primer exportador mundial por encima de Alemania. América del Sur y Central ha ido disminuyendo progresivamente su participación en el comercio mundial. Lo mismo sucede con África. En cambio, los países de Oriente Medio, con porcentajes menores respecto al total, han registrado un notable aumento. El gráfico adjunto indica esta evolución, según las cifras del cuadro (la primera cifra es el porcentaje de exportaciones y la segunda, el de importaciones).



	1948	1953	1963	1973	1983	1993	2003	2008
Europa	35,1 45,3	39,4 43,7	47,8 52,0	50,9 53,3	43,5 44,2	45,4 44,6	45,9 45,0	41,0 42,3
América Norte	28,1 18,5	24,8 20,5	19,9 16,1	17,3 17,2	16,8 18,5	18,0 21,4	15,8 22,5	13,0 18,1
Asia	14,0 13,9	13,4 15,1	12,5 14,1	14,9 14,9	19,1 18,5	26,1 23,6	26,2 23,5	27,7 26,4
América Sur-Central	11,3 10,4	9,7 8,3	6,4 6,0	4,3 4,4	4,4 3,8	3,0 3,3	3,0 2,5	3,8 3,7
África	7,3 8,1	6,5 7,0	5,7 5,2	4,8 3,9	4,5 4,6	2,5 2,6	2,4 2,1	3,5 2,9
Oriente Medio	2,0 1,8	2,7 2,1	3,2 2,3	4,1 2,7	6,8 6,2	3,5 3,3	4,1 2,7	6,5 3,6

*Por su parte, los movimientos de capital relativos a importadores netos y exportadores netos se reflejan en las gráficas de pastel, según las cifras del FMI del año 2008.*

*Se observa que el principal importador neto de capital es EE.UU, seguido de España. A continuación, y a cierta distancia, están otros países europeos. En cambio, en el ranking de países exportadores netos de capital en primer lugar está China, seguida de Alemania y Japón. A continuación, aparecen países que son principalmente exportadores de petróleo.*



## 5.6 Ciclo político e índice de malestar

El ciclo financiero predice el ciclo real y ésta anticipación es de utilidad para la puesta en práctica en uno u otro sentido de medidas correctoras propias de la política anticíclica. La adopción de estas medidas, sin embargo, presenta en determinadas ocasiones sesgos importantes como consecuencia de lo que se conoce como ciclo político. Es decir, las implicaciones sobre la gestión de la economía que, más allá de prescripciones ideológicas o propuestas programáticas, se derivan de las relaciones entre las decisiones de política económica y la actuación política partidista por parte, precisamente, de quienes detectan temporalmente el poder.

La hipótesis más relevante, en este sentido, establece que los políticos adoptan medidas contractivas al inicio de su mandato y políticas expansivas hacia su finalización. El calendario es decisivo, planteándose la duda de si los políticos priorizan el bien común o los intereses de partido, con la intención de mantenerse en el poder.

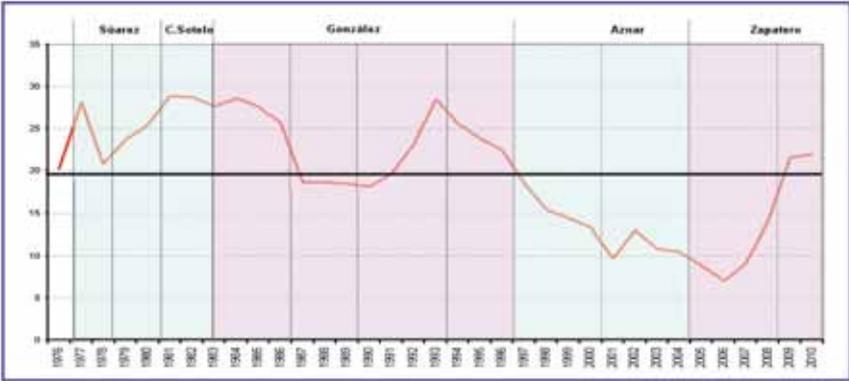
La hipótesis del ciclo político, ejemplificada a través de la disyuntiva entre paro e inflación, pone de manifiesto lo siguiente. La inflación y el paro afectan a los consumidores y a las empresas. Ahora bien, mientras el paro se tiene en cuenta por su volumen, la inflación se considera tanto por su cuantía como por la tasa de variación. Dadas estas particularidades, los políticos adoptan medidas restrictivas para reducir la inflación al principio de su mandato y desarrollan medidas expansivas al final del mismo para activar así el nivel de actividad que, con una inflación relativamente controlada, disminuya el paro. En la medida que ello se consigue, el paro describe un ciclo característico: aumenta al principio de un mandato político y disminuye en la etapa final.

La evidencia empírica, no obstante, no valida de manera concluyente este ciclo. En el caso español esta apreciación puede argumentarse atendiendo al índice de malestar.

Este índice se ha definido convencionalmente como la suma de la tasa de paro y la tasa de inflación. Dada la polémica que en su momento se suscitó en relación a los resultados obtenidos, sobre todo en la comparación internacional, fueron aportándose ajustes que redefinían el índice ampliando las variables de referencia. Entre otros merece atención especial el planteado por el profesor de Harvard R. Barro que, además de las variables convencionales, introduce otras relacionadas con la evolución de la economía y los tipos de interés a largo plazo. Ello no obstante y atendiendo las particularidades específicas de la economía española, el Servicio de Estudios de la Bolsa de Barcelona ha elaborado su propio índice consistente en añadir al convencional la tasa de crecimiento del PIB.

Los gráficos siguientes recogen los desarrollos respectivos del índice de malestar convencional y del índice de la Bolsa de Barcelona que, dada su configuración, se define en términos comparativos como índice de malestar neto. Cada uno de estos índices, el de malestar y el de malestar neto, se aplica, en consecuencia, a los mandatos de los presidentes de Gobierno, Adolfo Suárez, Leopoldo Calvo Sotelo, Felipe González, José M. Aznar y José Luís Rodríguez Zapatero. Además, se añade, a efectos interpretativos, un gráfico que para cada período describe la evolución de agregados relevantes como el paro, la inflación, la producción y la evolución bursátil.

SEMINARIO SOBRE POLÍTICA ANTICÍCLICA



La trayectoria gráfica de los índices refleja empeoramiento de “malestar” en los tramos ascendentes y reducción, obviamente, en los tramos descendentes. Se observa así que los índices mejoran al ganar las elecciones la UCD, pero la tendencia empeora durante el segundo mandato del presidente Suárez y se consolida en la época del presidente Calvo Sotelo.

La entrada en el gobierno de los socialistas rompe esta tendencia y el malestar disminuye, sobre todo durante el segundo mandato del presidente González. A continuación, sin embargo, el índice vuelve a aumentar, con un retroceso ligero al final del periodo. Ello no obstante, acaba ganando las elecciones el Partido Popular.

Durante la presidencia del señor Aznar, el malestar disminuye considerablemente, sobre todo durante el primer mandato. En conjunto, el índice de malestar se sitúa por primera vez claramente por debajo de la media desde el inicio de la democracia.

La etapa del señor Rodríguez Zapatero se inicia con esta tendencia de mejora, pero casi al finalizar el primer mandato el malestar crece y se eleva notablemente durante el segundo mandato, todavía vigente. De hecho, el índice de malestar neto empieza a situarse de nuevo por encima de la media desde 1996.

De acuerdo con estas vicisitudes y dado el comportamiento de las magnitudes macroeconómicas en cada mandato, pueden argumentarse las siguientes reflexiones:

- Los mandatos más “brillantes”, según estos indicadores, corresponden al segundo del presidente González (VI/1986 – X/1989) y al primero del presidente José M. Aznar (III/1996 – XI/2000). Como media, el PIB experimenta un crecimiento del 5,5% y el 3,9%, respectivamente. En cada mandato el paro baja, sobre todo durante el mandato del presidente Aznar. En cambio, la inflación tiende ligeramente al alza en ambos periodos de gobierno. Por su parte, la actividad bursátil empieza a remontar al principio de los mandatos del Presidente González, después de las vicisitudes de la etapa anterior ligadas a las crisis del petróleo y a la transición política, gracias al impulso que supone la incorporación en la UE. En este escenario, al margen de los retrocesos de principios de los 90, la bolsa inicia una tendencia claramente alcista hasta la crisis de las nuevas tecnologías del año 2000.

- Los gobiernos socialistas registran, como media, una tasa de crecimiento relativamente más elevada que la de los gobiernos conservadores, salvo que en el cómputo de los primeros se incluya la evolución de los datos del segundo mandato del presi-

dente Rodríguez Zapatero que, en realidad, sitúan a la economía española en la mayor recesión desde el inicio de la democracia

- En cuanto al paro, entre principio y final de cada legislatura, sube en las de los presidentes Suárez y Calvo Sotelo y baja en las de los presidentes González y Aznar, y en mayor medida en la primera etapa del presidente Zapatero. En cambio, en su segundo mandato el paro arroja cifras altamente negativas.

- Respecto a la inflación, se observa una bajada persistente a partir del segundo mandato del Presidente Suárez, que continúa en los mandatos del Sr. González y se estabiliza en la época del Sr. Aznar. Tiende a bajar durante el primer mandato del Sr. Zapatero y a comienzos del segundo empieza un recorrido errático en el contexto propio de la recesión que vive el país.

- Por su parte, la evolución financiera registra, como se ha indicado, una recuperación sostenible después de los mandatos de los señores Suárez y Calvo Sotelo. A lo largo de los últimos tiempos del Presidente González y al socaire de una tendencia internacional particularmente bajista en los tipos de interés, las cotizaciones describen aumentos sucesivos, con una corrección tan fugaz como intensa al final del primer mandato del señor Aznar. A partir de entonces de nuevo la bolsa sube hasta la crisis de otoño del año 2007, para iniciar a continuación, y después de un retroceso importante, una trayectoria oscilante en el marco de la grave crisis financiera que viven las economías occidentales

- En relación con el final de cada mandato, los índices muestran disparidades. Al final de la primera legislatura del Presidente Suárez, el malestar es bajo y vuelve a salir elegido. Al final de la etapa del Presidente Calvo Sotelo, el malestar es alto y pierde las elecciones. Al final del primer mandato de Felipe González, el malestar disminuye relativamente y es reelegido. También es reelegido al final del segundo mandato, con un índice de malestar bajo, inferior a la media del periodo. Es elegido para un tercer mandato, aunque el índice de malestar ha experimentado un aumento considerable. Pierde el gobierno en las siguientes elecciones, aunque los índices indican mejoras relativas. El Presidente Aznar es reelegido después del primer mandato en una coyuntura en que, en global, los índices muestran el mejor nivel de todo el periodo. Obtiene mayoría absoluta. Al acabar el segundo mandato, el malestar continúa en descenso, pero pierde las elecciones (influyen circunstancias extraeconómicas como los atentados de Atocha). El presidente Zapatero es elegido al final de su primer mandato, aunque el malestar empieza a crecer de manera substantiva en el segundo mandato en un clima enrarecido en el cual el Sr. Zapatero anuncia que no volverá a ser candidato en las próximas elecciones.

Estos resultados cuestionan relativamente la verosimilitud de las predicciones del ciclo político en el caso español, incluso más pronunciadamente de lo observado en el ámbito internacional. Esta relativa menor fiabilidad obedece, en buena medida, a que la evolución de la economía española, aunque está condicionada por la política macroeconómica propia, recibe de manera significativa las investidas de la coyuntura económica internacional. Por tanto, el alcance de la hipótesis del ciclo político es menor en relación con otros países, como es el caso de EE.UU., en donde las políticas económicas propias inciden igualmente en la evolución de su economía, si bien no incorporan influencias significativas del exterior.

No obstante, tampoco en EE.UU. la hipótesis del ciclo político se muestra particularmente creíble. Por ello, y dada la mayor abundancia de estudios sobre la economía de este país, la opinión interesada ha reconsiderado esta hipótesis en el sentido de no centrar la atención en las decisiones políticas y sus efectos en los votantes, sino en investigar las implicaciones del ciclo político en las actuaciones de los partidos cuando acceden al poder, constatándose estos resultados:

1) Los posicionamientos de los conservadores (republicanos) tienden a priorizar la lucha contra la inflación, mientras que los progresistas (demócratas) hacen hincapié en bajar el paro. Teóricamente, este comportamiento dual debería tener como resultado un crecimiento comparativamente mayor durante las administraciones demócratas.

2) Sin embargo, este resultado no se da en la realidad porque aunque efectivamente los gobiernos demócratas impulsan al principio la ocupación a riesgo de inflaciones más elevadas, durante la segunda etapa del mandato hacen frente a la mayor inflación generada desacelerando las tasas de crecimiento previamente alcanzadas.

3) Por el contrario, las administraciones republicanas empiezan luchando contra la inflación y desaceleran relativamente el crecimiento económico, pero a lo largo de la segunda etapa de gobierno fomentan el empleo, con el objetivo de reconducir la desaceleración de la actividad económica.

4) En resumidas cuentas, la primera mitad de los mandatos de gobierno de cada partido gestionan la economía según las respectivas prioridades partidistas. En la segunda mitad, en cambio, ambos partidos actúan de manera que concluyen con tasas de crecimiento bastante parecidas.

La hipótesis, pues, del ciclo político tampoco acaba de ser verosímil según esta segunda versión. Por tanto, aparte de la consistencia argumental de la hipótesis del

ciclo político, se puede concluir, en general, que la política macroeconómica *ad hoc* que pueda realizar el partido de gobierno no incide de manera decisiva a lo largo del proceso electoral. En todo caso, la única observación que se deriva de la hipótesis del ciclo político, aunque de manera tangencial, es que los partidos en el poder tienden a priorizar aquellos programas cuyos rendimientos se manifiestan durante el mandato correspondiente y, en su caso, las cargas financieras repercuten en los futuros gobiernos. Dada esta singularidad, una opinión bastante mayoritaria sostiene que las grandes reformas estructurales sólo pueden realizarse con gobiernos de concentración.

## **FUENTES BIBLIOGRÁFICAS**



**BIBLIOGRAFÍA**

BERNANKE, B. S. y C. LOWN

- (1991) “*The credit Crunch*”, Brookings Papers on Economic Activity.

BERNANKE, B.S. y VINCENT R. REINHART

- (2004) “*Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*”, American Economic Review.

CLEMENS J. M., KOOL y ALEX LAMMERTSMA

- (2000) “*The Phillips Curve, the Persistence of Inflation, and the Lucas Critique: Evidence from Exchange-Rate Regimes: Comment*”, American Economic Review.

GORDON, ROBERT J.

- (2010) “*The Evolution of Okun’s Cyclical Productivity Fluctuations in the United States and in the EU-15*”, Quoterly Journal of Economic.

HORTALÀ ARAU, J.

- (2008) “*Apunte sobre la profundidad y duración de la crisis financiera*”, Cuadernos de Economía.
- (2009) “*La relación liquidez, solvencia y crédito*”, Crisis Global de la Economía. (Minerva Ediciones. Madrid)
- (2010) Teoría Económica. Macroeconomía. (Ed. Vicens Vives. Barcelona).

JEREMY J. SIEGEL

- (1998) “*Stocks for The Long Run*” (McGrawHill).

MISHKIN, F.

- (1990) “*Symposium on The Monetary Transmission Mechanism*”, Journal of Economics Perspectives.
- (2011) “*Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*”, Journal of Economics Perspectives.

OYER, P.

- (2008) “*The Making of an Investment Banker: Stock Market Shocks, Career Choice, and Lifetime Income*”, The Journal of Finance.

FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

SINAI, ALLEN

- (2010) "*The Business Cycle in a Changing Economy: Conceptualization, Measurement, Dating*", American Economic Review.



*Real Academia  
de Ciencias Económicas y Financieras*

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA  
DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

\*Las publicaciones señaladas con el símbolo  están disponibles en formato PDF en nuestra página web:  
<http://racef.es/es/biblioteca/publicaciones>



## ANALES

- A-1 *Anales de la Academia de Ciencias Económico-Financieras, tomo I (Cursos de 1943-44; 1944-45; 1945-46; 1946-47), 1952.*
- A-2 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo V (Curso de 1957-58), 1958.*
- A-3 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo VI (Curso 1958-59), 1960.*
- A-4 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo VII (Cursos de 1959-60 y 1960-61), 1966.*
- A-5 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XI (Curso de 1968-69), 1972.*
- A-6 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XIX (Cursos de 1984-85; 1985-86; 1986-87), 1990.*
- A-7 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XX (Cursos de 1987-88; 1988-89; 1989-90), 1993.*
- A-8 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXI (Cursos de 1990-91; 1991-92), 1995.*
- A-9 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXII (Cursos de 1992-93; 1993-94), 1995.*
- A-10 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXIV (Cursos de 1996-97; 1997-98), 2000. *
- A-11 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXV (Curso de 1998-99), 2004. *
- A-12 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXVI (Cursos de 1999-2000, 2000-01 y 2001-02), 2004.*
- A-13 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXVII (Cursos de 2002-03 y 2003-2004), 2005. *
- A-14 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXVIII (Cursos de 2004-05 y 2005-2006), 2007. *
- A-15 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXIX (Curso de 2006-2007), 2008. *
- A-16 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXX (Curso de 2007-2008), 2009. *
- A-17 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXXI (Curso de 2008-2009), 2009. *
- A-18 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXXII (Curso de 2009-2010), 2010. *

A-19 *Anales de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, tomo XXXIII*  
(Curso de 2010-2011), 2011. 

## DISCURSOS DE INGRESO, PONENCIAS Y COMUNICACIONES DE ACADÉMICOS

- 1 *Preocupación actual por una política de familia y relación con la política económica (Discurso de apertura del curso 1945-1946, por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Pedro Gual Villalbí), 1945.*
- 2 *El arancel universal y enciclopédico (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Carlos Arniches Barrera, y contestación por el Excmo. Sr. Don Pedro Gual Villalbí), 1947.*
- 3 *Política fiscal y su relación con una organización del Ministerio de Hacienda (Conferencia por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Alberto de Cereceda y de Soto), 1948.*
- 4 *The scourge of population growth (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Gran Bretaña, Ilmo. Sr. Dr. Don Roy Glenday M.C. y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1949.*
- 5 *Ciencias económicas y política económica (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Bélgica, Ilmo. Sr. Don Henry de Lovinfosse, y contestación por el Excmo. Sr. Don Santiago Marimón Aguilera), 1949.*
- 6 *Reflexiones sobre la bolsa (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Javier Ribó Rius, y contestación por el Excmo. Sr. Don Baldomero Cerdà Richart), 1949.*
- 7 *Balmes, economista (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó Dulce de Abaigar, Marqués de Castell-Florite, y contestación por el Excmo. Sr. Don José María Vicens Corominas), 1949.*
- 8 *La entidad aseguradora y la economía y técnica del seguro (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Lasheras-Sanz, y contestación por el Excmo. Sr. Don Francisco Fornés Rubió), 1949.*
- 9 *La obtención y fijación de costes, factor determinante de los resultados (Conferencia pronunciada el 12 de abril de 1951, por el Excmo. Sr. Dr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1951.*
- 10 *El destino de la economía europea (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Dr. Don Luis Olariaga y Pujana), 1951.*
- 11 *Hacendística de Corporaciones Locales (Conferencia por el Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó Dulce de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1951.*
- 12 *La productividad en los negocios (Texto de las Conferencias del VI Ciclo pronunciadas durante el Curso 1950-51 por los Académicos Numerarios, Excmos. Sres. Don Jaime Vicens Carrió, Don José Gardó Sanjuan, Don José M.<sup>a</sup> Vicens Corominas, Don Juan Casas Taulet y Don Ricardo Piqué Batlle), 1952.*
- 13 *Problemas de política fiscal (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Antonio Saura Pacheco), 1952.*
- 14 *Las amortizaciones y el fisco (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Dr. Don Alfredo Prados Suárez), 1953.*

- 15 *La contabilidad y la política económica empresarial (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch, y contestación por el Excmo. Sr. Don Ricardo Torres Sánchez), 1954.*
- 16 *El gravísimo problema de la vivienda (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Luis Bañares Manso, y contestación por el Excmo. Sr. Don Fernando Boter Mauri), 1954.*
- 17 *El balance de situación (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Argentina, Ilmo. Sr. Dr. Don Jaime Nicasio Mosquera), 1954.*
- 18 *El control de la banca por el Estado (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Roberto García Cairó), 1955.*
- 19 *El capital, como elemento económico-financiero de la empresa (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Luis Prat Torrent, y contestación por el Excmo. Sr. Don José María Vicens Corominas), 1955.*
- 20 *El comercio exterior y sus obstáculos, con especial referencia a los aranceles de aduanas (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Málaga, Excmo. Sr. Don Manuel Fuentes Irurozqui, y contestación por el Excmo. Sr. Don Pedro Gual Villalbí), 1955.*
- 21 *Lo económico y lo extraeconómico en la vida de los pueblos (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Barcelona, Ilmo. Sr. Dr. Don Román Perpiñá Grau), 1956.*
- 22 *En torno a un neocapitalismo (Discurso de apertura del Curso 1957-1958, el 22 de diciembre de 1957, pronunciada por el Excmo. Sr. D. Joaquín Buxó Dulce de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1957.*
- 23 *Nuevas tendencias hacia la unidad económica de Europa (Conferencia por el Excmo. Sr. Don Manuel Fuentes Irurozqui), 1958.*
- 24 *Estadística, lógica y verdad (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para el País Vasco, Rvdo. Ilmo. Sr. Don Enrique Chacón Xérica), 1959.*
- 25 *Problemas relacionados con la determinación del resultado y el patrimonio (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Holanda, Ilmo. Sr. Don Abraham Goudekot), 1959.*
- 26 *Repercusión de la depreciación monetaria en los seguros mercantiles y sociales, forma de paliarla con la mayor eficacia posible (Conferencia pronunciada el 29 de enero de 1959 por el Ilmo. Sr. Dr. Don Antonio Lasheras-Sanz), 1960.*
- 27 *Modificaciones sustantivas en el Impuesto de Derechos Reales (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don José M.<sup>a</sup> Sainz de Vicuña y García-Prieto, y contestación por el Excmo. Sr. Don José Fernández Fernández), 1960.*
- 28 *Análisis y pronóstico de la coyuntura (Conferencia pronunciada el 14 de enero de 1960, por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1960.*
- 29 *Lo social y lo económico en la empresa agrícola (Conferencia pronunciada el 21 de enero de 1960, por el Excmo. Sr. Don Ricardo Torres Sánchez), 1960.*

- 30 *Un nuevo balance. Contribución al estudio de la financiación empresarial (Conferencia por el Excmo. Sr. Dr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1960.*
- 31 *Inflación y moneda (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Cristóbal Massó Escofet, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Rafael Gay de Montellà), 1960.*
- 32 *Libertad frente a intervención (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Germán Bernácer Tormo), 1960.*
- 33 *Hacia una mejor estructura de la empresa española (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don José Luis Urquijo de la Puente), 1960.*
- 34 *El torbellino económico universal (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Félix Escalas Chameni, y contestación por el Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó Dulce de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1960.*
- 35 *Contribución de las Ciencias Económicas y Financieras a la solución del problema de la vivienda (Conferencia pronunciada el 19 de enero de 1960 por el Excmo. Sr. Don Federico Blanco Trías), 1961.*
- 36 *Horizontes de la contabilidad social (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Dr. Don José Ros Jimeno), 1961.*
- 37 *¿Crisis de la Economía, o crisis de la Economía Política? (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Italia, Ilmo. Sr. Prof. Ferdinando di Fenizio), 1961.*
- 38 *Los efectos del progreso técnico sobre los precios, la renta y la ocupación (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Italia, Ilmo. Sr. Dr. Don Francesco Vito), 1961.*
- 39 *La empresa ante su futura proyección económica y social (Conferencia pronunciada el 16 de diciembre de 1961, por el Excmo. Sr. Don Luis Prat Torrent), 1962.*
- 40 *Política y Economía (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Galicia, Excmo. Sr. Dr. Don Manuel Fraga Iribarne), 1962.*
- 41 *La empresa privada ante la programación del desarrollo económico (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Dr. Don Agustín Cotorruelo Sendagorta), 1962.*
- 42 *El empresario español ante el despegue de la economía (Discurso de apertura pronunciado el 13 de enero de 1963 del Curso 1962-63, por el Presidente perpetuo de la Corporación, Excmo. Sr. Dr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1963.*
- 43 *La economía, la ciencia humana (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Francia, Ilmo. Sr. Prof. André Piettre), 1963.*
- 44 *Teoría y técnica de la contabilidad (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Roberto García Cairó), 1964.*
- 45 *Función social de la inversión inmobiliaria (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1965.*

- 46 *La integración económica europea y la posición de España (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Lucas Beltrán Flórez), Tecnos, 1966.*
- 47 *Los precios agrícolas (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Carlos Caveró Beyard, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Ricardo Piqué Batlle), 1966.*
- 48 *Contenido y enseñanzas de un siglo de historia bursátil barcelonesa (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Pedro Voltes Bou, y contestación por el Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1966.*
- 49 *La información económica en la Ley de las Sociedades Anónimas. Su falta de originalidad y rigor científico (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Enrique Fernández Peña), 1966.*
- 50 *La relación entre la política monetaria nacional y la liquidez internacional (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Grecia, Ilmo. Sr. Dr. Don Dimitrios J. Delivanis), 1967.*
- 51 *Dinámica estructural y desarrollo económico (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Roberto García Cairó), 1967.*
- 52 *Bicentenario del inicio de la industrialización de España (Texto de las conferencias pronunciadas en el XXII ciclo extraordinario durante el Curso de 1966-67, por el Excmo. Sr. Don Gregorio López Bravo de Castro, Ministro de Industria, Excmo. Sr. Dr. Don Pedro Voltes Bou, Ilmo. Sr. Don Ramón Vilà de la Riva, Excmo. Sr. Don Narciso de Carreras Güiteras; Excmo. Sr. Don Luis Prat Torrent, e Ilmo. Sr. Don Rodolfo Martín Villa, Director General de Industrias Textiles, Alimentarias y Diversas), 1967.*
- 53 *Los valores humanos del desarrollo (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Luis Gómez de Aranda y Serrano), 1968.*
- 54 *La integración económica iberoamericana. Perspectivas y realidades (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Dr. Don José Miguel Ruiz Morales), 1968.*
- 55 *Ahorro y desarrollo económico (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Don Luis Coronel de Palma, Marqués de Tejada), 1968.*
- 56 *Tipos de inflación y política antiinflacionista (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Emilio Figueroa Martínez), 1969.*
- 57 *Lo vivo y lo muerto en la idea marxista (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Dr. Don José Martínez Val), 1969.*
- 58 *Interrelaciones entre las ciencias económicas, geográficas y sociales (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Barcelona, Ilmo. Sr. Dr. Don Abelardo de Unzueta y Yuste), 1969.*

- 59 *La inversión extranjera y el dumping interior (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Lérida, Ilmo. Sr. Don Juan Domènech Vergés), 1969.*
- 60 *La inaplazable reforma de la empresa (Conferencia pronunciada el 21 de abril de 1969 por el Excmo. Sr. Don Luis Bañares Manso), 1970.*
- 61 *La reforma de la empresa (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Antonio Rodríguez Robles), 1970.*
- 62 *Coordinación entre política fiscal y monetaria a la luz de la Ley Alemana de Estabilización y Desarrollo (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Alemania, Excmo. Sr. Dr. Don Hermann J. Abs), 1970.*
- 63 *Decisiones económicas y estructuras de organización del sector público (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don José Ferrer-Bonsoms y Bonsoms), 1970.*
- 64 *El mercado monetario y el mercado financiero internacional, eurodólares y euroemisiones (Trabajo pronunciado en el XXIII Ciclo en el Curso 1968-1969, por el Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1970.*
- 65 *El honor al trabajo (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Pedro Rodríguez-Ponga y Ruiz de Salazar), 1971.*
- 66 *El concepto económico de beneficio y su proyección fiscal (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Fernando Ximénez Soteras), 1971.*
- 67 *La rentabilidad de la empresa y el hombre (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don José Cervera y Bardera, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Luis Prat Torrent), 1972.*
- 68 *El punto de vista económico-estructural de Johan Akerman (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Luis Pérez Pardo, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde), 1972.*
- 69 *La política económica regional (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Andrés Ribera Rovira, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José Berini Giménez), 1973.*
- 70 *Un funcionario de hacienda del siglo XIX: José López–Juana Pinilla (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Excmo. Sr. Dr. Don Juan Francisco Martí de Basterrechea, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1973.*
- 71 *Posibilidades y limitaciones de la empresa pública (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Juan José Perulles Bassas, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Pedro Lluch Capdevila), 1973.*
- 72 *Programa mundial del empleo (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Joaquín Forn Costa, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1973.*
- 73 *La autonomía municipal: su base económico-financiera (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Juan Ignacio Bermejo Gironés, y contes-*

- tación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó Dulce de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1973.
- 74 *El entorno socio-económico de la empresa multinacional (Discurso inaugural del Curso 1972-1973, por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1973.*
- 75 *Comportamiento de los Fondos de Inversión Mobiliaria, en la crisis bursátil del año 1970 (Discurso inaugural del Curso 1970-1971 pronunciado el 10 de noviembre de 1970, por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1973.*
- 76 *En torno a la capacidad económica como criterio constitucional de justicia tributaria en los Estados contemporáneos (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Magín Pont Mestres, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde), 1974.*
- 77 *La administración de bienes en el proceso (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Miguel Fenech Navarro, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Pedro Lluch Capdevila), 1974.*
- 78 *El control crítico de la gestión económica (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para el País Vasco, Ilmo. Sr. Dr. Don Emilio Soldevilla García), 1975.*
- 79 *Consideraciones en torno a la inversión (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José Manuel de la Torre y de Miguel, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1975.*
- 80 *En torno a un neocapitalismo (Discurso pronunciado en la sesión inaugural del Curso 1957-1958 por el Excmo. Sr. Don Joaquín Buxó Dulce de Abaigar, Marqués de Castell-Florite), 1975.*
- 81 *La crisis del petróleo (1973 a 2073) (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Ramón Trías Fargas, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José María Berini Giménez), 1976.*
- 82 *Las políticas económicas exterior y fiscal (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Emilio Alfonso Hap Dubois, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Juan José Perulles Bassas), 1976.*
- 83 *Contribución del cooperativismo a la promoción social (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Tarragona, Ilmo. Sr. Don Juan Noguera Salort), 1976.*
- 84 *Inflación y evolución tecnológica como condicionantes de un modelo de gestión (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Carlos Cubillo Valverde), 1976.*
- 85 *Liquidez e inflación en el proceso microeconómico de inversión (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1976.*

- 86 *El ahorro y la Seguridad Social versus bienestar general (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Valentín Arroyo Ruipérez), 1976.*
- 87 *Perspectivas de la economía mundial: el comienzo de una nueva era económica (Texto de las ponencias presentadas a las Jornadas de Estudios celebradas los días 12, 13 y 14 de mayo de 1975), 1976.*
- 88 *Consideraciones sobre la capacidad económica y financiera de España (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Juan Miguel Villar Mir), 1977.*
- 89 *Las cajas de ahorros de los países de la C.E.E. y comparación con las españolas (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Miguel Allué Escudero), 1977.*
- 90 *Reflexion sur structuration du monde actuel (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Francia, Ilmo. Sr. Don Jean Joly), 1978.*
- 91 *Sistema fiscal y sistema financiero (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Francisco Javier Ramos Gascón, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Verdú Santurde), 1978.*
- 92 *Sobre el análisis financiero de la inversión (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Alfonso Rodríguez Rodríguez, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Manuel de la Torre y Miguel), 1978.*
- 93 *Mito y realidad de la empresa multinacional (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Mariano Capella San Agustín, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1978.*
- 94 *El ahorro popular y su contribución al desarrollo de la economía española (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don José M.<sup>a</sup> Codony Val, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1978.*
- 95 *Consideraciones sobre la transferencia de tecnología (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don José Cervera Bardera), 1979.*
- 96 *Aspectos económicos y fiscales de la autonomía (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Laureano López Rodó, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Andrés Ribera Rovira), 1979.*
- 97 *Hacia la normalización contable internacional (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Antonio Noguero Salinas, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1980.*
- 98 *El balance social: integración de objetivos sociales en la empresa (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Enrique Arderiu Gras, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Joaquín Forn Costa), 1980.*
- 99 *La IV<sup>a</sup> directriz de la C.E.E. (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Portugal, Ilmo. Sr. Don Fernando Vieira Gonçalves da Silva, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1980.*

- 100 *El crecimiento del sector público como tránsito pacífico de sistema económico (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Alejandro Pedrós Abelló, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Ramón Trías Fargas), 1981.*
- 101 *Función de la fiscalidad en el actual momento de la economía española (Discurso inaugural del Curso 1981-1982, pronunciado el 6 de octubre de 1981, por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Magín Pont Mestres), 1981.*
- 102 *Sistema financiero y Bolsa: la financiación de la empresa a través del Mercado de Valores (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Mariano Rabadán Fornies, y contestación por el Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán), 1982.*
- 103 *La empresarialidad en la crisis de la cultura (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Ángel Vegas Pérez, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1982.*
- 104 *El sentimiento de Unidad Europea, considerando lo económico y lo social. Factores técnicos necesarios para la integración en una Europa unida y armónica (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Wenceslao Millán Fernández, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1982.*
- 105 *Insolvencia mercantil (Nuevos hechos y nuevas ideas en materia concursal) (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Miguel Casals Coldecarrera, y contestación por el Excmo. Sr. Don Joaquín Forn Costa), 1982.*
- 106 *Las sociedades de garantía recíproca, un medio para la financiación de las PME (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Pedro Castellet Mimó, y contestación por el Excmo. Sr. Don Luis Prat Torrent), 1982.*
- 107 *La economía con la intencionalidad científica y la inspiración termodinámica (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Francia, Ilmo. Sr. Dr. Don François Perroux, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1982.*
- 108 *El ámbito representativo del órgano de administración de la S.A. (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Josep M.<sup>a</sup> Puig Salellas, y contestación por el Académico, Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Polo Díez), 1983.*
- 109 *La planificación en época de crisis en un sistema democrático (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don José Barea Tejeiro, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Manuel de la Torre y de Miguel), 1983.*
- 110 *El hecho contable y el derecho (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José M.<sup>a</sup> Fernández Pirla, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1983.*
- 111 *Poder creador del riesgo frente a los efectos paralizantes de la seguridad (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Rafael Termes y Carreró, y contestación por el Académico, Excmo. Sr. Don Ángel Vegas Pérez), 1984.*

- 112 *Stabilité monétaire et progrès économique: les leçons des années 70* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Francia, Excmo. Sr. Dr. Don Raymond Barre, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1984.
- 113 *Le chemin de l'unification de l'Europe dans un contexte mon-europeen, économique et politique plus vaste* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Suiza, Excmo. Sr. Don Adolf E. Deucher, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández), 1985.
- 114 *Keynes y la teoría económica actual* (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Joan Hortalà i Arau, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Ramón Trías Fargas), 1985.
- 115 *La contribución de J. M. Keynes al orden monetario internacional de Bretton Woods* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don José Ramón Álvarez Rendueles, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José María Fernández Pirla), 1986.
- 116 *Dirección de empresas y estrategia: algunas analogías. Sun. Tzu, organismos vivos, y quarks* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Estados Unidos, Ilmo. Sr. Don Harry L. Hansen, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández), 1986.
- 117 *Aspectos económicos del urbanismo* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Girona, Ilmo. Sr. Don Jordi Salgas Rich, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José M.<sup>a</sup> Berini Giménez), 1987.
- 118 *La contabilidad empresarial y los principios de contabilidad generalmente aceptados* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Valencia, Ilmo. Sr. Dr. Don Manuel Vela Pastor, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1989.
- 119 *Europa y el medio ambiente* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Holanda, Excmo. Sr. Dr. Don Jonkheer Aarnout A. Loudon, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1989.
- 120 *La incertidumbre en la economía (paradigmas, tiempo y agujeros negros)* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Ubaldo Nieto de Alba, y contestación por el Excmo. Sr. Don Ángel Vegas Pérez), 1989.
- 121 *La metodología neoclásica y el análisis económico del derecho* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Navarra, Ilmo. Sr. Dr. Don Miguel Alfonso Martínez-Echevarría y Ortega, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Manuel de la Torre y de Miguel), 1991.
- 122 *La ética en la gestión empresarial* (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Fernando Casado Juan, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1991.

- 123 *Europa, la nueva frontera (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Islas Baleares, Excmo. Sr. Don Abel Matutes Juan, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón), 1991.*
- 124 *Rentabilidad y creación de valor en la empresa (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Asturias, Ilmo. Sr. Dr. Don Álvaro Cuervo García, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Alfonso Rodríguez Rodríguez), 1991.*
- 125 *La buena doctrina del profesor Lucas Beltrán (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José M.<sup>a</sup> Coronas Alonso, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1991.*
- 126 *La industria de automoción: su evolución e incidencia social y económica (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Rafael Muñoz Ramírez, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1991.*
- 127 *Las reacciones del derecho privado ante la inflación (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José Juan Pintó Ruiz, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Laureano López Rodó), 1991.*
- 128 *Perfeccionamiento de la democracia (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Salvador Millet y Bel, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Juan Pintó Ruiz), 1992.*
- 129 *La gestión de la innovación (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José M.<sup>a</sup> Fons Boronat, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Manuel de la Torre y de Miguel), 1992.*
- 130 *Europa: la nueva frontera de la banca (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Bélgica, Excmo. Sr. Dr. Don Daniel Cardon de Lichtbuer, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Rafael Termes Carreró), 1992.*
- 131 *El Virrey Amat: adelantado del libre comercio en América (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José Casajuana Gibert, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1992.*
- 132 *La contabilidad como ciencia de información de estructuras circulatorias: contabilidad no económica (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Andalucía, Ilmo. Sr. Dr. Don José María Requena Rodríguez, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1992.*
- 133 *Los títulos que emite la empresa y la teoría del precio de las opciones (Discurso de ingreso de la Académica Correspondiente para Valencia, Ilma. Sra. Dra. Doña Matilde Fernández Blanco, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1992.*
- 134 *Liderazgo y progreso económico (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Isidro Fainé Casas, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1992.*
- 135 *Control jurisdiccional de la actividad financiera (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Enrique Lecumberri Martí, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera), 1993.*

- 136 *Europa y España: la lucha por la integración (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Carlos Ferrer Salat, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1993.*
- 137 *El impacto de la crisis en la economía balear (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Islas Baleares, Ilmo. Sr. Dr. Don Francisco Jover Balaguer, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Magín Pont Mestres), 1994.*
- 138 *Las inquietudes de Europa. reflexiones, sugerencias y utopías (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don José-Ángel Sánchez Asiaín, y contestación por el Excmo. Sr. Don Carlos Ferrer Salat), 1994.*
- 138a *Cotización, duration y convexidad (Comunicación del académico de número Excmo. Sr. Dr. D. M. Alfonso Rodríguez Rodríguez. Barcelona), 1994.* 
- 139 *El debate librecambio-protección a finales del siglo XX (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Francisco Granell Trías, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón), 1995.* 
- 140 *De la contabilidad de los propietarios a la contabilidad de los empresarios (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Carlos Mallo Rodríguez, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Goxens Duch), 1995.*
- 141 *Economie, Europe et Espagne (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Francia, Excmo. Sr. Dr. Don Valéry Giscard d'Estaing, y contestación por el Excmo. Sr. Don Carlos Ferrer Salat), 1995.*
- 142 *Rentabilidad y estrategia de la empresa en el sector de la distribución comercial (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Andalucía, Ilmo. Sr. Dr. Don Enrique Martín Armario, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Fernando Casado Juan), 1995.*
- 143 *Globalización de la empresa e integración de los enfoques no organizativos en la dirección (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Galicia, Ilmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1995.*
- 143a *Análisis dinámico de la TIR (Comunicación del académico de número Excmo. Sr. Dr. D. M. Alfonso Rodríguez Rodríguez. Barcelona), 1995.* 
- 144 *Las cajas de ahorro españolas: por un modelo dinámico (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Aragón, Ilmo. Sr. Don José Luis Martínez Candial, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández), 1996.*
- 145 *Situación actual del derecho concursal español (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Jorge Carreras Llansana, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Laureano López Rodó), 1996.*
- 146 *El desapoderamiento del deudor, sus causas y efectos en visión histórica, actual y de futuro (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Luis Usón Duch, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Juan Pintó Ruiz), 1996.*
- 147 *Balance hidráulico e hídrico de Cataluña para intentar optimizar los recursos y conseguir la máxima y más económica descontaminación del medio ambiente (Discurso de ingreso del*

- Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Daniel Pagès Raventós, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández), 1996.*
- 148 *El euro (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Carles A. Gasòliba i Böhm, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández), 1996.*
- 149 *El sistema contable en la empresa española: de la contabilidad fiscal al derecho contable a través de la imagen fiel (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Ramón Poch Torres, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Roberto García Cairó), 1997.*
- 150 *Incentivos fiscales a la inversión en la reforma del impuesto sobre sociedades (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Extremadura, Ilmo. Sr. Don Mario Alonso Fernández, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Magín Pont Mestres), 1997.*
- 151 *Notas preliminares al tratamiento de la inversión: límites al principio de sustitución en economía (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José M.ª Bricall Masip, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Fernando Casado Juan), 1997.*
- 152 *Aportaciones del régimen jurídico-contable al derecho concursal (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para el País Vasco, Ilmo. Sr. Don Fernando Gómez Martín, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Magín Pont Mestres), 1997.*
- 153 *Los Herrero: 150 años de banca a lo largo de cinco generaciones (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Asturias, Ilmo. Sr. Dr. Don Martín González del Valle y Herrero, Barón de Grado, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández), 1998.*
- 154 *Perspectivas de la Unión Monetaria Europea (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Alemania, Ilmo. Sr. Dr. Don Juergen B. Donges, y contestación por el Excmo. Sr. Don Carlos Ferrer Salat), 1998.*
- 155 *La incertidumbre fiscal. Reflexiones sobre la legalidad y legitimidad del sistema tributario español (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Claudio Colomer Marqués, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Juan Pintó Ruiz), 1998.*
- 156 *La II República y la quimera de la peseta: La excepción Carner (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Juan Tapia Nieto, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón Fernández), 1998.*
- 157 *Reflexiones sobre la internacionalización y globalización de la empresa: los recursos humanos como factor estratégico y organizativo (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Don Antonio Sainz Fuertes, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José M.ª Fons Boronat), 1998.*
- 158 *Adopción de decisiones en economía y dirección de empresas: problemas y perspectivas (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para la República de Bielorrusia, Ilmo. Sr. Dr. Don Viktor V. Krasnoproschin, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1999.*

- 159 *Las organizaciones empresariales del siglo XXI a la luz de su evolución histórica reciente (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Alfredo Rocafort Nicolau, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1999.*
- 160 *Epistemología de la incertidumbre (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Argentina, Ilmo. Sr. Dr. Don Rodolfo H. Pérez, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1999.*
- 161 *De Universitate. Sobre la naturaleza, los miembros, el gobierno y la hacienda de la universidad pública en España (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Joan-Francesc Pont Clemente, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José Juan Pintó Ruiz), 1999.*
- 162 *Una historia del desempleo en España (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Antonio Argandoña Rámiz, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Fernando Casado Juan), 1999.*
- 163 *La concepción de la empresa y las relaciones que la definen: necesidades de pertinencia, de eficacia y eficiencia (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 1999.*
- 164 *Génesis de una teoría de la incertidumbre (Acto de imposición de la Gran Cruz de la Orden Civil de Alfonso X el Sabio al Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 2000.*
- 165 *La empresa virtual en el marco de la sociedad de la información (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Mario Aguer Hortal, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. D. Fernando Casado Juan), 2000.*
- 166 *Gestión privada del servicio público (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Ricardo Fornesa Ribó, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Isidro Fainé Casas), 2000.*
- 167 *Los libros de cuentas y la jurisdicción privativa mercantil en España. El caso del Consulado de Comercio de Barcelona y su instrucción contable de 1766 (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don Esteban Hernández Esteve, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don José M.<sup>a</sup> Fernández Pirla), 2000.*
- 168 *El siglo XX: el siglo de la economía (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Emilio Ybarra Churruca, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Isidro Fainé Casas), 2001.*
- 169 *Problemas y perspectivas de la evaluación y contabilización del capital intelectual de la empresa (Comunicación del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Mario Aguer Hortal en el Pleno de la Academia), 2001.*
- 170 *La empresa familiar y su mundialización (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Antonio Pont Amenós, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Isidro Fainé Casas), 2001.*
- 171 *Creación de empleo de alto valor agregado: el papel de las sociedades de capital-riesgo en la denominada nueva economía (Discurso de ingreso del Académico*

- Correspondiente para Suiza, Excmo. Sr. Don José Daniel Gubert, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Roberto García Cairó, 2001.*
- 172 *La nueva economía y el mercado de capitales (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Aldo Olcese Santonja, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Fernando Casado Juan), 2001.*
- 173 *Gestión del conocimiento y finanzas: una vinculación necesaria (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para La Rioja, Ilmo. Sr. Dr. Don Arturo Rodríguez Castellanos, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Fernando Casado Juan), 2002.*
- 174 *El sistema crediticio, las cajas de ahorros y las necesidades de la economía española (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Manuel Pizarro Moreno, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Isidro Fainé Casas), 2002.*
- 175 *La financiación de la política de vivienda en España con especial referencia a la promoción de la vivienda de alquiler (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Galicia, Ilmo. Sr. Dr. Don José Antonio Redondo López, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire), 2002.*
- 176 *Sobre la crisis actual del conocimiento científico (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Dídac Ramírez Sarrió, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Alfonso Rodríguez Rodríguez), 2002.*
- 177 *Marruecos y España en el espacio euromediterráneo: desafíos y retos de una asociación siempre pendiente (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Marruecos, Excmo. Sr. Don André Azoulay, y contestación por el Excmo. Sr. Don Aldo Olcese Santonja), 2003.*
- 178 *Marketing, Protocolo y Calidad Total (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Bizkaia, Excmo. Sr. Dr. Don Francisco Javier Maqueda Lafuente, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire), 2003.*
- 179 *La Responsabilidad Social Corporativa (R.S.C.) (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para La Coruña, Ilmo. Sr. Dr. Don José M.<sup>a</sup> Castellano Ríos, y contestación por el Excmo. Sr. Don Aldo Olcese Santonja), 2003.*
- 180 *Información corporativa, opciones contables y análisis financiero (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Madrid, Ilmo. Sr. Dr. Don José Luis Sánchez Fernández de Valderrama, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire), 2004.*
- 181 *Los tribunales económico-administrativos: el difícil camino hacia la auténtica justicia tributaria (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Don Josep M.<sup>a</sup> Coronas Guinart, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Joan-Francesc Pont Clemente), 2004.*
- 182 *Las corrientes de investigación dominantes en marketing en la última década (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Enrique Martín Armario, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire), 2005.*
- 183 *España y la ampliación europea en una economía global (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Lamo de Espinosa Michels de*

- Champourcin, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Fernando Casado Juan), 2005.*
- 184 *China en el área geoeconómica y geopolítica mediterránea (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Italia, Ilmo. Sr. Prof. Dr. Don Giancarlo Elia Valori, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Alexandre Pedrós i Abelló), 2005.*
- 185 *La integración en la UE de los microestados históricos europeos en un contexto de globalización (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para el Principado de Andorra, Excmo. Sr. Don Òscar Ribas Reig, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Francesc Granell Trías), 2005.*
- 186 *El desarrollo sostenible como soporte básico del crecimiento económico (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Lugo, Ilmo. Sr. Dr. Don José Manuel Barreiro Fernández, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire), 2005.*
- 187 *De la función de producción agregada a la frontera de posibilidades de producción: productividad, tecnología y crecimiento económico en la era de la información (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Manuel Castells Oliván, y contestación por el Excmo. Sr. Don Juan Tapia Nieto), 2006.*
- 188 *El fin de la pobreza: reto de todo economista del siglo XXI (Discurso de ingreso de la Académica Numeraria, Excma. Sra. Doña Isabel Estapé Tous, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. D. Isidro Fainé Casas), 2006.*
- 189 *Problemática jurídica de las llamadas leyes de acompañamiento presupuestario del Estado (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Melilla, Excmo. Sr. Don Julio Padilla Carballada, y contestación por el Excmo. Sr. Don Enrique Lecumberri Martí), 2007.*
- 190 *Sur les «successions coexistantes» au tournant des millénaires. Quelques réflexions épistémologiques (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Rumania, Ilmo. Sr. Dr. Don Tudorel Postolache, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Josep Casajuana Gibert), 2007.*
- 191 *Economía y financiación de la educación (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Ricardo Díez Hochleitner, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Isidro Fainé Casas), 2007.*
- 192 *Mediterraneo e civiltà della terra (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Italia, Excmo. Sr. Dr. Don Alessandro Bianchi, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón), 2007.*
- 193 *L'Union européenne et la mondialisation du droit (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Tunicia, Ilmo. Sr. Dr. Don Abderraouf Mahboulí, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Josep Casajuana Gibert), 2007.*
- 194 *Corte Penal Internacional. Posición del Gobierno de algunos Estados respecto a su jurisdicción (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para la República de Chile, Ilmo. Sr. Dr. Don Juan Guzmán Tapia, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Joan-Francesc Pont Clemente), 2008.*

- 195 *Monetary Policy Issues in an emerging economy. The case of Romania (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Rumania, Excmo. Sr. Dr. Don Mugur Isarescu, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Alfredo Rocafort Nicolau), 2008.* 
- 196 *Los procesos de creación de empresas (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don Francisco Javier Maqueda Lafuente, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Alfredo Rocafort Nicolau), 2008.* 
- 197 *Neuroeconomics: from homo economicus to homo neuroeconomicus (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Polonia, Ilmo. Sr. Dr. Don Janusz Kacprzyk, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Mario Aguer Hortal), 2008.* 
- 198 *Le bicaméralisme dans les démocraties parlementaires (Discurso de ingreso de la Académica Correspondiente para Bélgica, Excma. Sra. Dra. Janine Delruelle-Ghobert, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón), 2008.* 
- 199 *El ámbito financiero de las políticas públicas de vivienda: la necesaria convergencia en Europa (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José Antonio Redondo, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Camilo Prado Freire), 2008.* 
- 200 *L'impact des écarts de développement et des fractures sociales sur les relations internationales en le Méditerranée (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Argelia, Excmo. Sr. Dr. Don Mohamed Laichoubi, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón), 2009.* 
- 201 *L'industria: passato o futuro della nostra economia? (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Italia, Excmo. Sr. Dr. Don Romano Prodi, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 2009.* 
- 202 *Análisis de las políticas públicas (Discurso de ingreso del Académico Numerario, Excmo. Sr. Dr. Don José Barea Tejeiro, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Alfonso Rodríguez Rodríguez), 2009.* 
- 203 *Mechanism design: how to implement social goals (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para los Estados Unidos, Excmo. Sr. Dr. Don Eric S. Maskin, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 2009.* 
- 204 *El choque de Culturas y Civilizaciones en el Mundo (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para la Comunidad Autónoma de Aragón, Excmo. Sr. Dr. Don José Daniel Barquero Cabrero, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Alfredo Rocafort Nicolau), 2009.* 
- 205 *L'économie politique entre science, ideologie et gouvernance. Réflexions autour de la première grande crise du XXIe siècle (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Francia, Excmo. Sr. Dr. D. Thierry De Montbrial, y contestación por el Excmo. Sr. Don Lorenzo Gascón), 2010.* 
- 206 *Macroguidance of the financial markets in transition (Discurso de ingreso de la Académica Correspondiente para Finlandia, Excma. Sra. Dra. Dña. Sirkka Hämäläinen-Lindfors, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. D. Ramón Poch Torres), 2010.* 

- 207 *Quantitative Aggregate Theory (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Noruega, Excmo. Sr. Dr. D. Finn E. Kydland, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja), 2010.* 
- 208 *El Reino Unido y la Unión Europea (Discurso de ingreso del Académico de Número, Excmo. Sr. D. Carles Casajuana Palet, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. D. Alfredo Rocafort Nicolau), 2011.* 
- 209 *Importance of law and tendencies disrupting the legal system (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para la República de Srpska Sr. Dr. D. Rajko Kuzmanovic, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. D. Alfredo Rocafort Nicolau), 2011.* 
- 210 *War and Peace: The Fundamental Role of Incentives in Game Theory and Economics Analysis (Discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras como académico correspondiente para Israel, Excmo. Sr. Dr. D. Robert J. Aumann, y contestación por el Excmo. Sr. Dr. D. Jaime Gil Aluja), 2011.* 

## OTRAS PUBLICACIONES Y COEDICIONES DE LA ACADEMIA

- M-1 *De Computis et Scripturis (Estudios en Homenaje al Excmo. Sr. Dr. Don Mario Pifarré Riera)*, 2003. 
- M-2 *Sesión Académica de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras en la Académie du Royaume du Maroc (Publicación del Solemne Acto Académico en Rabat el 28 de mayo de 2004)*, 2004. 
- M-3 *Una Constitución para Europa, estudios y debates (Publicación del Solemne Acto Académico del 10 de febrero de 2005, sobre el “Tratado por el que se establece una Constitución para Europa”)*, 2005. 
- M-4 *Pensar Europa (Publicación del Solemne Acto Académico celebrado en Santiago de Compostela, el 27 de mayo de 2005)*, 2005.
- M-5 *El futuro de las relaciones euromediterráneas (Publicación de la Solemne Sesión Académica de la R.A.C.E.F. y la Universidad de Túnez el 18 de marzo de 2006)*, 2006. 
- M-6 *Veinte años de España en la integración europea (Publicación con motivo del vigésimo aniversario de la incorporación de España en la Unión Europea)*, 2006. 
- M-7 *La ciencia y la cultura en la Europa mediterránea (I Encuentro Italo-Español de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras y la Accademia Nazionale dei Lincei)*, 2007. 
- M-8 *La responsabilidad social de la empresa (RSE). Propuesta para una nueva economía de la empresa responsable y sostenible*, 2007. 
- M-9 *El nuevo contexto económico-financiero en la actividad cultural y científica mediterránea (Sesión Académica internacional en Santiago de Compostela)*, 2008. 
- M-10 *Pluralidad y unidad en el pensamiento social, técnico y económico europeo (Sesión Académica conjunta con la Polish Academy of Sciences)*, 2008. 
- M-11 *Aportación de la ciencia y la cultura mediterránea al progreso humano y social (Sesión Académica celebrada en Barcelona el 27 de noviembre de 2008)*, 2009. 
- M-12 *La crisis: riesgos y oportunidades para el Espacio Atlántico (Sesión Académica en Bilbao)*, 2009. 
- M-13 *El futuro del Mediterráneo (Sesión Académica conjunta entre la Montenegrin Academy of Sciences and Arts y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, celebrada en Montenegro el 18 de mayo de 2009)*, 2009. 
- M-14 *Globalisation and Governance (Coloquio Internacional entre la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras y el Franco-Australian Centre for International Research in Management Science (FACIREM), celebrado en Barcelona los días 10-12 de noviembre de 2009)*, 2009. 

- M-15 *Economics, Management and Optimization in Sports. After the Impact of the Financial Crisis (Seminario Internacional celebrado en Barcelona los días 1-3 de diciembre de 2009), 2009.*
- M-16 *Medición y Evaluación de la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE) en las Empresas del Ibex 35, 2010.* 
- M-17 *Desafío planetario: desarrollo sostenible y nuevas responsabilidades (Solemne Sesión Académica conjunta entre l'Académie Royale des Sciences, des Lettres et des Beaux-Arts de Bélgica y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España, en Bruselas el día 8 de Junio de 2010), 2010.* 
- M-18 *Seminario analítico sobre la casuística actual del derecho concursal (Sesión Académica celebrada el 4 de junio de 2010), 2010.* 
- M-19 *Marketing, Finanzas y Gestión del Deporte (Sesión Académica celebrada en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras en diciembre de 2009), 2010.* 
- M-20 *Optimal Strategies in Sports Economics and Management (Libro publicado por la Editorial Springer y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras), 2010.*
- M-21 *El encuentro de las naciones a través de la cultura y la ciencia (Solemne Sesión Académica conjunta entre la Royal Scientific Society de Jordania y la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de España, en Amman el día 8 de noviembre de 2010), 2010.* 
- M-22 *Creación de valor y responsabilidad social de la empresa (RSE) en las empresas del IBEX 35, 2011.* 
- M-23 *Incidencia de las relaciones económicas en la recuperación económica del área mediterránea (VI acto internacional celebrado en Barcelona el 24 de febrero de 2011), (Incluye DVD con resúmenes y entrevistas de los ponentes), 2011.* 
- M-24 *Nuevos mercados para la recuperación económica: Azerbaiyán, 2011.* 
- M-25 *El papel del mundo académico en la sociedad del futuro (Solemne Sesión Académica en Banja Luka celebrada el 16 de mayo de 2011), 2011.* 
- M-26 *Decidir hoy para crear el futuro del Mediterráneo (VII acto internacional celebrado el 24 de noviembre de 2011), 2012.* 
- M-27 *El ciclo real vs. el ciclo financiero un análisis comparativo para el caso español. Seminario sobre política anticíclica, 2012.* 