

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SUS PERSPECTIVAS. VISIÓN DESDE LA BANCA

**Del Académico Numerario
EXCMO. SR. DR. D. RAFAEL TERMES CARRERÓ**

La crisis bursátil de octubre de 1987

Recientemente ha tenido lugar un estruendoso episodio que, empezando en Nueva York, ha producido muy fuertes y continuadas bajas en las cotizaciones y en la contratación de todas las bolsas del mundo, incluidas las españolas. Este hecho ha creado un clima de crisis que, siendo, estrictamente hablando, de carácter esencialmente bursátil, nos tiene a todos preocupados por las repercusiones que el comportamiento de las bolsas pudieran producir sobre la economía financiera y real de nuestro país que, como es bien evidente, cada vez está más inmerso en el marco de la economía mundial. No sería, por lo tanto, lógico que abordara la materia como si de entonces a acá no hubiera sucedido nada. Empezaré pues por dar mi opinión sobre la interpretación, el alcance y las posibles consecuencias de la fuerte y generalizada caída bursátil. Para ilustrar de manera más gráfica mi pensamiento sobre la materia me centraré en la bolsa española.

Desde hace bastante tiempo vengo pensando —aunque, para no ser acusado de aguafiestas y provocador de desastres, he procurado limitar la comunicación de mi pensamiento al reducido número de personas que me han preguntado sobre ello—, vengo pensando, digo, que el comportamiento de la bolsa española, casi siempre, pero en especial desde hace unos dos años, tiene poco que ver con la ejecutoria real de las compañías que cotizan. Me explicaré.

El valor de mercado de los títulos

El precio en el mercado de un título —sea obligación, sea acción, sea cualquier otra modalidad de activo mobiliario— de acuerdo con la mejor

doctrina, avalada a la larga por la experiencia, viene dado por la rentabilidad que, en cada momento y de acuerdo con las circunstancias, se espera obtener de la inversión en dicho valor, en un período suficientemente dilatado. Dicho de otra manera. La cotización de un título es igual al valor descontado, al tipo de rendimiento elegido por el mercado, de todos los ingresos que el título promete, sea en forma de rendimientos periódicos, sea en forma de recuperación del principal.

Consideremos, para analizar esta afirmación, sólo las dos clases más típicas de valores que, por su respectiva naturaleza, se sitúan en los dos extremos de la gama de variedades posibles. Es decir, las obligaciones simples, no convertibles, y las acciones ordinarias.

Obligaciones. Si se trata de obligaciones simples, cuya rentabilidad procede de un determinado cupón semestral, fijo y conocido, la cotización del título dependerá de la rentabilidad que, en cada momento, el mercado desee obtener, habida cuenta de las expectativas inflacionistas y, eventualmente, del riesgo de que la Compañía emisora dejara de pagar el cupón. Y así veremos que al variar, con el tiempo, la rentabilidad buscada por el mercado respecto a la rentabilidad originariamente ofrecida sobre el nominal de la obligación, la cotización, corregida de los intereses corridos, se apartará del nominal, situándose por encima o por debajo de la par.

Acciones. Si se trata de acciones, se acostumbra a decir que el mercado busca una remuneración compuesta de la rentabilidad en dividendo y de la plusvalía. En términos generales la afirmación es cierta y, por lo tanto, si, en un determinado momento, habida cuenta de las expectativas inflacionistas; habida cuenta del riesgo estimado para cada sector empresarial y, dentro del mismo, para cada empresa; y habida cuenta del coste de oportunidad, es decir, del rendimiento de otras inversiones alternativas de similar riesgo, el mercado quiere obtener una determinada rentabilidad, la cotización deberá ser congruente con este planteamiento. O sea que si la cotización conduce a una baja rentabilidad en dividendo es porque se confía obtener el complemento, hasta la rentabilidad esperada, en forma de plusvalía. Ahora bien, el dividendo lo paga la Compañía y, por lo tanto, los dividendos futuros serán más o menos altos y, sobre todo, a la larga serán estables, crecientes o decrecientes, según sean los beneficios que en el futuro obtenga la Compañía. En cambio, el precio de realización no lo paga la Compañía sino que se obtiene en el mercado y, por lo tanto, la plusvalía, o la minusvalía, sólo se materializa cuando se vende.

Al llegar a este punto, hay que suponer que el mercado, si se comporta

racionalmente, producirá, o no, la plusvalía de un título tomando en consideración los resultados presentes y esperados de la Compañía emisora del mismo. Pero hay que aceptar que el mercado también puede producir dicha plusvalía con independencia de la Compañía, es decir, cualesquiera que sean sus resultados presentes y esperados.

El multiplicador del beneficio. En el primer caso, la apreciación del valor tendrá lugar de una manera más o menos continuada o regular, por la aplicación de un determinado multiplicador o relación entre la cotización y el beneficio —el famoso *PER*, en terminología anglosajona ampliamente aceptada— al creciente beneficio esperado para cada año. En el otro supuesto, la plusvalía se produce por el simple juego de las leyes del mercado, es decir, porque, con independencia del comportamiento esperable de la Compañía, la demanda del título es consistentemente superior a su oferta. Naturalmente que ambos hechos, que a fines expositivos he aislado uno del otro, pueden producirse conjuntamente, y de hecho así se producen, enmascarando la situación o enturbiando el análisis.

En cualquier caso, toda cotización, cualquiera que sea la forma como se ha llegado a ella, puede convertirse en un *PER* con sólo dividir tal cotización por el último beneficio anual por acción conocido o, lo que es mejor, por el esperado para el ejercicio en curso. Pues bien; si este multiplicador, o *PER*, es muy alto y su inversa significa, por lo tanto, una rentabilidad en beneficio —y consiguientemente, por lo general, en dividendo— muy inferior a la rentabilidad global de mercado, hay que deducir que se espera una elevada plusvalía para completar la escasa rentabilidad en dividendo. Pero, si las expectativas de crecimiento del beneficio por acción son escasas o nulas, las sucesivas plusvalías sólo pueden provenir de aumentar más y más el *PER*, lo cual efectivamente sucederá mientras la demanda del título supere a la oferta del mismo. La pregunta es: ¿cuándo podrá decirse que un *PER* es excesivamente elevado?; ¿cuándo, en consecuencia, la demanda del título debería cesar, agotándose, con ello, toda posibilidad de plusvalía?

Tal pregunta es tal vez imposible de contestar en relación con la totalidad del mercado, pero puede aventurarse una respuesta si nos referimos a cada uno de los valores que cotizan en el mismo o, incluso, a los que constituyen los distintos sectores de actividad. Y la mejor manera de verlo es atenernos al caso español.

La evolución del índice de la Bolsa de Madrid

El martes 6 de octubre de 1987 el índice de la Bolsa de Madrid había

llegado a 328,36 por ciento sobre el 31 de diciembre de 1985, ya que en 31 de diciembre de 1986 la Bolsa de la capital de España decidió encadenar el índice, es decir, dejar de considerar como base cien el valor del índice a fin de cada año, como tradicionalmente se hacía. Este 328,36 significaba una apreciación del índice del 687 por ciento en los 93 meses transcurridos desde el 1 de enero de 1980, fecha en la que, después de los casi seis años de la caída empezada en abril de 1974, la Bolsa empezó a subir, primero con el bache de 1982 y luego, desde enero de 1983, de manera consistente.

Después del máximo alcanzado el 6 de octubre de 1987, el índice de la Bolsa de Madrid descendió suavemente hasta 302,51 el día 19 de octubre, para, al día siguiente, una vez conocidos los sucesos del *lunes negro* de Wall Street, caer vertiginosamente a 285,16, y seguir bajando en fuertes saltos hasta 212,35 el 29 de octubre, lo cual en su conjunto equivale a una caída del 35,3 por ciento sobre el máximo del año. A partir de este mínimo parece que la tendencia haya empezado a recuperarse y en los días transcurridos desde el viernes de la semana pasada, con alzas y bajas, ha tenido lugar una cierta recuperación que, al día de ayer, al redactar este texto, era del 9,1 por ciento, dejando al índice en 231,62, la cual significa todavía una apreciación del 11,2 por ciento sobre el índice de primero de año.

En mi opinión, lo verdaderamente relevante no es que la Bolsa madrileña haya subido un 687 por ciento en 7 años y 9 meses, y que haya caído un 35 por ciento en sólo 4 semanas. Lo importante, desde mi punto de vista, es observar que la relación cotización beneficio de la media ponderada de los valores que integran el índice, en vísperas del *crack* producido el lunes 19 de octubre en Wall Street, era de 27 veces, sabiendo además que en los años de 1979 a 1984 la media de la relación cotización-beneficio discurría entre 6 y 9 veces, para rebasar las 11 veces a fines de 1985, pasar de 12 a 20 veces a lo largo de 1986 y alcanzar las 27 veces dichas el pasado 6 de octubre. Me parece que resultaría sumamente interesante saber si este *PER* de 27 veces, recientemente alcanzado por la Bolsa de Madrid, era demasiado alto o todavía bajo. La respuesta que, antes de los sucesos que comento, corrientemente se oía era que, siendo alto, todavía no lo era tanto como el imperante en otros mercados y, sobre todo, se decía, en la Bolsa de Tokio. Pero, sin olvidar estas voces ahora enmudecidas, intentemos analizar por nuestra cuenta el significado de la relación cotización-beneficio que presentaba la Bolsa de Madrid antes de la reciente crisis.

Un primer paso de este análisis ha de consistir en desagregar el *PER* global para ver, sin necesidad de demasiados comentarios, que, en cifras

redondas, en el sector bancario era de 26 veces; en el eléctrico de 12 veces; en alimentación de 56 veces; en construcción de 45 veces; en siderometalúrgicas de 30 veces; y en químicas de 41 veces. La asociación de estos multiplicadores a sectores de actividad sobradamente conocidos de los oyentes, ha de permitirles sacar sus propias conclusiones sobre la adecuación, en términos comparativos, de algunas de las expresadas relaciones cotización-beneficio.

Las eléctricas por vía de ejemplo. Un segundo paso sería descender a valores individualizados. No citaré, desde luego, los nombres de aquéllos que, sin embargo, están en la mente de todos y para los cuales el *PER* era, y sigue siendo, infinito ya que ni presentan beneficios ni esperanza de producirlos a corto plazo. Será mejor centrarse en un sector. Elegiré, por vía de ejemplo, el eléctrico ya que al hacerlo no pienso causar daño a nadie, puesto que para todos es evidente que se trata de un sector que recientemente ya ha explicitado las dificultades que históricamente venía afrontando, a consecuencia principalmente de un problema de insuficiencia de tarifas, problema que, al parecer, el Gobierno piensa abordar, estableciendo un marco legal basado en una nueva metodología de cálculo de las tarifas necesarias para asegurar la viabilidad económica, y no sólo financiera, de las compañías eléctricas privadas.

Dejemos de una vez para siempre de mirar cuál sea la cotización de estas Compañías en porcentaje del nominal y dejemos de pensar, para criticarla o para preconizar una elevación de la misma, que esta cotización está muy por debajo del valor contable de la acción. El valor contable no tiene nada que ver con el valor real del patrimonio de los accionistas, que es, ni más ni menos, el que pueden lograr en el mercado; valor que, por otra parte, es el que tiene que servir, y no el nominal, para el cálculo de la rentabilidad que los accionistas de estas compañías buscan u obtienen. Lo importante, en mi opinión, es que la media simple de la relación cotización-beneficio de las cinco principales Compañías eléctricas privadas, que en los primeros años 80 oscilaba entre 4 y 5 veces, se situaba, la víspera del *crack*, en 14,25 veces. Esto significa una rentabilidad en beneficio del 7 por ciento y significa que este mismo porcentaje expresa también la rentabilidad en dividendo, ya que como es bien sabido estas Compañías acostumbran a repartir en dividendo todo el beneficio que obtienen; o, por mejor decir, han venido declarando un beneficio igual al dividendo que desean pagar.

Ahora bien; una rentabilidad en dividendo del 7 por ciento para las acciones eléctricas, cuando la rentabilidad, por ejemplo, de los Fondos Públicos

se sitúa alrededor del 15 por ciento, sólo puede explicarse porque los inversionistas esperen obtener una plusvalía que eleve la exigua rentabilidad en dividiendo a una cifra superior al rendimiento de la inversión alternativa en Fondos Públicos. Por ello, en sana doctrina, los multiplicadores elevados sólo se justifican en los valores cuyos dividendos —ajustados, desde luego, a las ampliaciones de capital— prometen ser crecientes. Y para todo el mundo debería ser evidente que, en el caso que nos ocupa, la plusvalía buscada no puede esperarse de la aplicación del mismo multiplicador a un beneficio por acción creciente. Veamos lo que, de hecho, ha sucedido con las acciones eléctricas en épocas anteriores.

En los años 60, la situación bursátil de los valores eléctricos era completamente diferente de la de ahora. Algunos de los oyentes sin duda recordarán que, entonces, esta clase de valores, hablando en términos generales, cotizaban alrededor del 300 por cien de su valor nominal, repartían un dividendo de 12 duros y ampliaban anualmente el capital en proporciones que giraban alrededor de una acción nueva por seis antiguas, continuando con el mismo dividendo por acción. Esto, con una distribución del orden del 80 por ciento del beneficio, equivalía a un *PER* de unas 20 veces, significaba una rentabilidad en dividendo del 4 por ciento y una expectativa de plusvalía, basada en el crecimiento del dividendo ajustado por acción, del orden del 11 por ciento. Es decir; una rentabilidad total para el conjunto del mercado —no, desde luego, para cada inversor individual, cuyos resultados dependen siempre de la oportunidad de entrada y salida— de un 15 por ciento, más o menos. Todo ello con una inflación del 6 por ciento.

En los primeros años 80, la cotización de estos valores había caído, grosso modo, al 50 por ciento del nominal; el beneficio, repartido prácticamente todo en dividendo, era del orden de 10 duros por acción; y no había expectativas de ampliación. Un *PER* de 5 veces expresaba una rentabilidad, toda ella en dividendo, del 20 por ciento; con una inflación del 12 por ciento.

Ambas situaciones, la de los años sesenta y la de los primeros ochenta, parecían ajustarse racionalmente al modelo teórico: lo que no se espera en plusvalía por crecimiento del beneficio, se exige en rentabilidad por dividendo, mediante el ajuste a la baja de la cotización. Y viceversa. Ahora la racionalidad parece haberse quebrado: reducida rentabilidad en dividendo y nulas perspectivas de crecimiento del beneficio. Por ello, cuando alguien preguntaba por qué no subían las eléctricas, a mí me parecía que la pregunta correcta era más bien por qué no bajaban. Tal vez sea porque los inversores,

cosa que me alegraría, están descontando el efecto favorable de los planes sobre revisión de tarifas actualmente en curso.

Plusvalías y plusvalías

Pero dejando ya el caso de las eléctricas —que he utilizado, a fines exclusivamente didácticos, porque me parecía paradigmático— volvamos al hilo del discurso para decir que, no sólo en estos valores sino en todos los del mercado, parece claro que en 1986 y 1987, con una relación cotización-beneficio alta o baja pero rápidamente creciente, los inversores apostaban por la plusvalía no como efecto del crecimiento de los resultados por acción de los títulos cotizados sino de la mera subida de la Bolsa, subida que, al parecer, sería de carácter indiscriminado. Y así ha sucedido; los hechos daban la razón a los optimistas por la sencilla razón de que, en frase clásica, si todo el mundo piensa que el paso de las golondrinas anuncia la subida de la bolsa, cuando las golondrinas pasen la bolsa subirá. Y las bolsas españolas, como las demás, subieron; hasta que el día 7 de octubre comenzaron a bajar fuertemente. Al igual que sucedió en abril de 1974 cuando la gente también había estado comprando indiscriminadamente porque *la bolsa subía*.

En ambas ocasiones la causa ha sido externa al comportamiento económico de las empresas cotizadas, aunque espero y fervientemente deseo que en 1987 los efectos sean diferentes de los que tuvieron lugar a partir de 1974. Digo que la causa ha sido externa a la situación de las empresas porque, en principio, esta situación era la misma cuando, en los nueve primeros meses del año, la relación cotización-beneficio del índice de la Bolsa de Madrid subía 7 puntos, que ahora, cuando este *PER* medio ha bajado, en cuatro semanas, prácticamente todo lo que subió en los nueve meses anteriores. Con ello no quiero decir que la relación cotización-beneficio de todos y cada uno de los valores cotizados fuera antes incorrecta o sea ahora correcta. Hay valores que, antes y ahora, los tienen excesivamente altos. Lo que pienso es que la evolución, prácticamente al unísono, de las relaciones cotización-beneficio de todos los valores que integran el índice, sin referencia a la situación de las respectivas empresas emisoras, es esencialmente incorrecta y fruto de una inversión, sobre todo la originada en agentes no institucionales, es decir, en el gran público, de carácter indiscriminado y altamente especulativo.

La bolsa y la economía

Se acostumbra a decir que la bolsa no influye en la economía sino que la refleja. Ambas cosas son, en parte, inexactas. Por un lado, la bolsa puede influir, por ejemplo, en la economía si el mercado secundario, aunque por definición se desarrolla al margen de la financiación de las empresas, presenta una situación tal que facilita o dificulta la colocación, en el mercado primario, de los títulos que las empresas piensan emitir para su financiación. Por otro lado, que la bolsa puede no reflejar exactamente la situación de la economía real, lo prueba, entre otras cosas, el comportamiento de las bolsas españolas en los últimos tiempos, aunque también es cierto que la afluencia a nuestras bolsas de capitales, sobre todo extranjeros, que en mi opinión han sido mucho más selectivos, demuestra confianza en el potencial de crecimiento español.

Lo que sin duda cabe pensar es que el mercado bursátil puede descontar, en cada momento, la evolución futura de la economía. Así fue sin duda en 1974, cuando la baja bursátil anticipaba el impacto desfavorable para la economía que efectivamente produjo la crisis del petróleo. Ahora, la crisis bursátil desatada en los EE.UU., a raíz de sus problemas de déficit presupuestario y comercial, así como de tipo de cambio del dólar, puede también interpretarse, una vez depurada del componente psicológico que produce el pánico, como un indicio de desconfianza en el futuro de la economía mundial, a consecuencia, esencialmente, de la falta de cooperación y armonización en las políticas económicas, monetarias, de tipos de interés y de cambio, así como fiscales de los distintos países. Y qué duda cabe que así como, para hablar sólo de nuestro país, el fenómeno ha de tener una vertiente positiva tanto al advertir al gran público del riesgo inherente a posturas ciegamente especulativas, como al producir en los agentes institucionales una actitud más cuidadosamente selectiva, también debería tener, aunque no sé si la tendrá, una vertiente positiva, en relación con el comportamiento de los Gobiernos de los principales países, al enfrentarles de manera dramática con la necesidad de proceder con hechos —y no sólo buenos propósitos— a la necesaria coordinación y cooperación internacional.

Sin embargo, las tendencias macroeconómicas que pudieran estar en el origen de la reciente crisis bursátil, entiendo que, salvo modificación de las mismas por fenómenos inducidos, estaban presentes, por lo menos en parte, en las previsiones que sobre la economía mundial y europea nos servían, antes del 19 de octubre, para estimar la evolución de la economía española a partir del análisis de la situación existente a fines de 1987.

Así pues, dando por terminadas mis consideraciones sobre los acontecimientos bursátiles que desde hace tres semanas nos preocupan y sin olvidar que, según como finalmente se encaucen, pueden tener distinto impacto en las previsiones, entraré en lo que será la segunda parte de mi exposición para aportar algunas reflexiones sobre la economía española y sus perspectivas, tal como desde mi punto de mira las veo.

La economía española y sus perspectivas

En cuanto al presente, los datos muestran de manera clara que la economía española se adentra con vigor en la fase de recuperación tan anhelada como necesaria. El PIB español, en términos reales, después de crecer un 2,2 por ciento en 1985 y un 3,5 por ciento en 1986, se encuentra creciendo, en 1987, a un ritmo que probablemente rebasa el 4,5 por ciento, frente a una media del 2,2 por ciento en el Mercado Común; la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo alcanzará probablemente el 17 por ciento, en volumen, según estimaciones de la CEE; la creación de empleo parece ser importante, tal vez del orden del 2,5 por ciento, aunque, desgraciadamente, los cambios en los datos no nos permiten saberlo exactamente y, por otro lado, el aumento de la población activa no permitirá reducir sensiblemente el porcentaje de paro; finalmente, la tasa de inflación se encuentra a un nivel próximo al 5 por ciento, que puede considerarse satisfactorio. En cuanto a la balanza de pagos, si bien el déficit comercial se ha ampliado, la balanza de servicios y transferencias lo ha más que cubierto, de forma que la balanza por cuenta corriente todavía presentará un saldo positivo del orden de los 2.500 millones de dólares, lo que equivale al 1 por ciento del PIB. Pero el comportamiento del sector exterior habrá restado no menos de dos puntos al crecimiento del PIB puesto que la demanda interna, que puede acabar creciendo un 6,5 por ciento en términos reales, ha sido satisfecha en parte muy notable mediante la importación de bienes y servicios. Finalmente, la balanza de capitales a corto y largo plazo hará que la de pagos se salde con un crecimiento de las reservas del orden de los 10 mil millones de dólares, con lo cual nuestras reservas centrales acabarán, probablemente, situándose en torno a los 26 mil millones de dólares, cifra rebasada a fines de septiembre, superando ligeramente nuestra deuda externa pública y privada.

Mirando ya hacia el inmediato futuro, las previsiones sobre el escenario macroeconómico para 1988, hechas por el Gobierno e incluidas en los documentos de presentación de los Presupuestos Generales del Estado para

el año próximo, en gran parte coincidentes con las previsiones de los servicios de la Comisión de la CEE, suponen una continuación de la tendencia, con un crecimiento de la demanda interna del 5 por ciento, con una aportación todavía negativa, por más de un punto, del sector exterior, de lo que resulta un crecimiento del PIB del 3,8 por ciento. La balanza por cuenta corriente se supone que puede ser sólo ligeramente negativa. En cuanto a la inflación, se mantiene el objetivo de crecimiento del IPC en el 3 por ciento, lo cual, siendo ambicioso, no tiene porqué considerarse irrealizable, si las políticas adecuadas se mantienen firmes. Si esta tasa se realiza se habrá logrado anular el diferencial de inflación con la media de los países de la Comunidad, donde más bien va a registrarse un cierto relanzamiento de la inflación, lo cual constituye un elemento fundamental para la competitividad exterior de la economía española. Entiendo que precisamente por la necesidad de no dejar escapar esta oportunidad, el Gobierno hará todo lo posible para que en 1988 la inflación no pase significativamente del 3 por ciento, en términos de IPC.

Una mirada al entorno internacional

Este escenario español, tanto por lo que se refiere al presente como por lo que afecta a las previsiones, contrasta con el mediocre crecimiento previsto para la economía mundial y, sobre todo, europea, aun antes de la reciente caída de las bolsas mundiales. En efecto, las previsiones de la OCDE eran de un crecimiento total del PNB del 2,5 por ciento en 1988, lo que implicaría una ligera reducción frente a 1987. En Estados Unidos el crecimiento se acercaba al 3 por ciento, mientras que en Europa no superaría el 2 por ciento.

Pero, además, la reciente crisis mundial ha ensombrecido algo este panorama, no sólo como consecuencia del efecto riqueza que debe pesar negativamente sobre los gastos de los agentes económicos sino, especialmente, como ya antes señalé, por el deterioro de la confianza en la capacidad de los grandes países de resolver los desequilibrios que cercenan el crecimiento mundial. En efecto, el espectáculo de falta de adhesión de los Gobiernos a sus compromisos internacionales y la amenaza de recurrir a devaluaciones competitivas o a una escalada alcista de los tipos de interés, a que se libraron públicamente los gobiernos americano y alemán, han sido los detonantes del colapso de las bolsas mundiales. Este elemento de falta de confianza seguirá pesando en los próximos meses, ya que la cooperación internacional

no parece haberse fortalecido grandemente tras estos acontecimientos, como muestra la negativa alemana a tomar medidas que puedan estimular su crecimiento económico. Negativa que subyace en el fondo del mal comportamiento que registran las economías del continente europeo.

Luces y sombras de la situación española

Volviendo a España, sin olvidar las eventuales repercusiones sobre nuestro país de la situación internacional descrita, conviene además señalar que, aun con los logros habidos y con las relativamente más favorables perspectivas internas, los problemas de la economía española distan de estar resueltos. Ciertamente hemos iniciado una expansión económica y se ha progresado de manera notable en la lucha contra la inflación. Pero al tiempo que se alcanzaban estos objetivos se han puesto de relieve los aspectos derivados de nuestra entrada en el Mercado Común.

Creo que nuestra entrada en la Comunidad Europea ha sido altamente positiva, al mejorar nuestras expectativas de crecimiento. Entre otras cosas, ha hecho de España un país más atractivo para el inversor extranjero, que ya no debe hacer frente a las constantes amenazas de proteccionismo que se cernían sobre nuestros productos. Al mismo tiempo, las autoridades españolas, al igual que las del resto de los países comunitarios, se encuentran mucho más limitadas a la hora de tomar determinadas medidas económicas, ya que se ven obligados a seguir unas políticas adoptadas de forma coordinada, lo que normalmente implica una mayor necesidad de reflexión, un freno a la arbitrariedad política y mucha mayor garantía para el inversor.

Estos hechos son los que explican, en parte, el fuerte crecimiento que ha tenido lugar en la inversión extranjera hacia nuestro país, fenómeno que puede considerarse como positivo, ya que contribuye a financiar la expansión del capital de la economía, dotándola de mayor capacidad de producción y de exportación en el futuro. No obstante, las entradas de capital extranjero en volumen tan importante no han dejado de plantear problemas, ya que han contribuido a la apreciación de la peseta, a la pérdida de competitividad de nuestras exportaciones en el extranjero, y al descontrol de las magnitudes monetarias, con los consiguientes riesgos de relanzamiento de la inflación. Es éste un importante problema a corto plazo que tiene planteado la economía española, aunque entiendo que la reciente evolución a la baja de los tipos de interés a corto, a la que luego me referiré, ayudará a corregirlo.

Pero, al lado de los efectos positivos señalados, el ingreso en el Mercado Común, con el enorme incremento que han experimentado las importaciones comunitarias —más del 40 por ciento en lo que va de año—, ha puesto de manifiesto, y de forma bastante dramática, las fuertes presiones competitivas a las que se van a ver sometidas las empresas españolas. El crecimiento experimentado por las importaciones muestra hasta qué punto son competitivas en precios, diseño, o calidad de su red comercial, ciertos productores europeos que van a moverse, sin ningún tipo de trabas, en nuestro mercado. Resulta, pues, evidente la necesidad de modernizar nuestro aparato productivo, de mejorar nuestras redes comerciales y, en general, de acrecentar la calidad de la gestión de nuestras empresas.

Por tanto, nos encontramos ante una situación en la que ciertamente se han alcanzado ciertos objetivos: acelerar el crecimiento económico y, esperemoslo, lograr una buena tasa de inflación; pero la magnitud del impacto sobre el sector exterior instruye sobre lo mucho que falta por hacer en la economía española para competir con éxito en los mercados mundiales. Debe tenerse en cuenta además que nuestros socios no están quietos, y que todos ellos, unos más que otros, han realizado importantes programas en el sentido de rejuvenecer y revitalizar sus economías. Ahí tenemos, por ejemplo, el caso del Reino Unido, hasta hace poco el enfermo crónico del continente, con un sector industrial que parecía condenado a la extinción, y que hoy constituye una de las economías más brillantes de Europa.

Los problemas creados por el sector público

Los logros de los dos últimos años, repito, han sido importantes. Pero, como suele ocurrir en estos casos, hay riesgo de que nos durmamos en nuestros laureles, contemplando los éxitos alcanzados y olvidando los graves problemas que tenemos pendientes desde hace años y que pueden todavía hipotecar nuestro futuro. Es necesario, pues, iniciar lo que podríamos llamar una segunda fase de la política económica en la que la resolución de estos problemas olvidados cobre nuevo protagonismo.

Sugiero que el próximo paso en esta línea debe ser el de volver a abordar, esta vez con seriedad, el problema de reducción del gasto público. De esta forma se conseguiría, primero, parar la escalada de la presión fiscal en la que nos encontramos inmersos, y, posteriormente, iniciar una etapa de reducción de impuestos en línea con la política que prevalece en otros países.

No podemos dejarnos engañar por manifestaciones verbales más o menos habilidosas. El problema del sector público y su financiación es grave. Las cifras son elocuentes. Aunque se producen algunas mejoras al nivel final, conviene ver cómo se logran estas mejoras y cuál es la entidad del problema pendiente. Detengámonos algo en esta materia.

El presupuesto de 1988 y la presión fiscal. En el presupuesto consolidado del sector público —Estado, sus organismos autónomos y la seguridad social— los gastos para 1988 ascienden a 13,5 billones, con un incremento del 11,3 por ciento sobre el presupuesto inicial de 1987. Los ingresos, esencialmente impuestos, representan 12 billones, con un incremento del 14,5 por ciento sobre el presupuesto inicial de 1987. Como se observa, los ingresos crecen 3 puntos porcentuales más que los gastos, con lo cual no es extraño que el déficit no financiero previsto se reduzca de 1,6 billones en el presupuesto inicial de 1987 a 1,5 billones en el presupuesto de 1988, con baja del 9 por ciento. Por otra parte, los gastos crecen 3,5 puntos más que el PIB en términos monetarios, cuyo crecimiento se prevé en el 7,8 por ciento, y los ingresos crecen 6,7 puntos más que el PIB. Ambas cosas muestran a las claras que la talla del sector público dentro de la economía es crecientemente excesiva.

No me sirve de nada que se diga que el crecimiento de los impuestos no hay que medirlo sobre el presupuesto inicial de 1987 sino sobre su realización, que ha sido muy superior. Dejando aparte que en 1988 también la realización puede ser superior a lo previsto, lo cierto es que la presión fiscal, como resultado de dividir los impuestos por el PIB, pasa del 26,9 por ciento en la previsión de 1987 al 28,5 por ciento en la previsión de 1988, con aumento de 1,6 puntos de presión fiscal, independientemente de que parte de este aumento haya tenido lugar ya en 1987.

La financiación del déficit. Pero las críticas que merecen los Presupuestos Generales del Estado para 1988 no se agotan con las dedicadas al excesivo crecimiento del gasto y al todavía más intolerable incremento de los ingresos derivados de los impuestos. Desde el punto de vista de la banca, lo peor de los Presupuestos del sector público es que su déficit hay que financiarlo y tal financiación supone un incesante incremento de la deuda pública y, consiguientemente, de la carga anual de intereses de dicha deuda. Los intereses de la deuda pública presupuestados para 1988 ascienden a 1,1 billones con incremento del 11,5 por ciento sobre los 986 mil millones presupuestados para 1987. De ello se deduce que en 1987 los intereses de la deuda representan el 74 por ciento del déficit no financiero, frente al 60

por ciento en 1987. Si al déficit no financiero se añaden las operaciones financieras, esencialmente las amortizaciones de deuda, que en 1988 ascenderán a 523 mil millones, frente a 470 en 1987, la necesidad global de financiación en 1988 se presupuesta en 2,1 billones, lo que equivale al 5,5 por ciento del PIB, con un aumento, por lo tanto, del endeudamiento neto del sector público del orden de 1,5 billones. Estas pocas cifras demuestran elocuentemente el efecto de bola de nieve que, por intereses y amortizaciones, se produce, cuando el sector público empieza a endeudarse y continúa endeudándose para cubrir la carga de la deuda.

Es cierto que, tanto la necesidad global de financiación como el aumento del endeudamiento público, se prevé que disminuyan en 1988 en relación con 1987. Pero tal disminución, si se produce, no será debida a la reducción del gasto, que sería lo deseable, sino al aumento de la recaudación de impuestos que es un camino malo para el fomento del ahorro y la inversión.

Las empresas públicas. Para reducir el déficit por el buen camino, es decir, cortando el gasto consuntivo y de transferencia, es necesario plantearse de nuevo el problema de las empresas públicas, algunas de las cuales siguen presentando resultados atroces. En el año 1986, ocho empresas públicas llegaron a acumular pérdidas superiores a los 300.000 millones de pesetas. Es muy probable que la única manera de resolver este problema sea pasar de la fase de constante reestructuración en la que se encuentran estas empresas desde hace bastante tiempo, a otra donde el problema de su rentabilidad se aborde con todo rigor. La experiencia demuestra que la forma de garantizar que los contribuyentes no queden cargados indefinidamente con la financiación de las pérdidas de estas empresas consiste en su transferencia, pura y simple, al sector privado. Sugiero, por tanto, que, siguiendo el feliz ejemplo de otros países, se ponga en marcha un programa de privatización donde se especifique claramente las empresas que deben ser objeto del mismo y el momento en que se piensa transferirlas a sus nuevos propietarios. Creo que, supuesto estabilizado el fenómeno bursátil que ahora perturbaría cualquier actuación, el actual momento de relanzamiento de la economía española, cuando renace el interés del inversor, nacional o extranjero, por considerar todas las posibilidades de obtener beneficio, es el momento idóneo para ello y celebro que el Gobierno esté dando los primeros pasos en este sentido al plantearse la posibilidad de privatizar IBERIA.

Es evidente que algunas de las empresas públicas son invendibles ya que desarrollan actividades cuya rentabilidad, aún en el futuro lejano, es altamente improbable. Respecto a ellas parece claro que es necesario aprovechar

la aparición de otras actividades y de creación de nuevas oportunidades de empleo para cerrarlas. Sin duda el caso de RENFE, que con sus 200.000 millones de pesetas de pérdidas constituye la campeona, merece una reflexión profunda. Ciertamente, los ferrocarriles estatales son deficitarios en casi todos los países del mundo, pero empieza a abrirse paso la idea de que la institución de unos ferrocarriles públicos, eternos perdedores de dinero, no es sacrosanta. De hecho, tanto en Estados Unidos, con la supresión de la compañía estatal de pasajeros, como en Japón, se han dado pasos importantes para asegurar un servicio privado de transporte ferroviario. Creo que la situación de nuestra RENFE justificaría plenamente que nos situásemos a la vanguardia de los países que tratan de encontrar soluciones duraderas a los problemas de este medio de transporte.

Pero para que los empresarios del sector privado se sientan tentados por la privatización, es necesario que se resuelvan otros problemas pendientes. El de la flexibilidad del mercado laboral y de la política salarial, en términos de productividad, constituye un sujeto tan manido que ya prácticamente no sabemos de lo que estamos hablando cuando nos referimos a él. A pesar de ello, habida cuenta de las innovaciones que poco a poco van abriéndose camino en otros países europeos, que son nuestros competidores —piénsese por ejemplo en Francia— el asunto sigue siendo de la mayor importancia. Finalmente, la reducción del impuesto que grava el uso del factor trabajo, es decir de las contribuciones a la Seguridad Social, constituye una necesidad obvia en un país que todavía tiene tres millones de parados; su importancia no debe quedar minimizada por el hecho de que esta medida viene reclamándose desde hace al menos diez años.

La evolución de los tipos de interés

Los buenos resultados obtenidos en 1987 en la lucha contra la inflación no se han visto acompañados, como hubiera sido lógico, de una reducción de los tipos nominales de interés. De esta forma los tipos reales de interés han alcanzado cotas muy elevadas, en términos históricos, y, desde luego, muy superiores a los vigentes en los países de nuestro entorno. Con ello se ha estimulado la entrada masiva de capital extranjero a corto plazo, lo cual ha provocado, como ya he dicho, la apreciación de nuestra divisa con evidente contratiempo para las exportaciones. Una de las principales razones que explican los elevados tipos nominales y reales de interés es, precisamente, la necesidad en que se ha visto el Tesoro de apelar al mercado para

financiar el déficit público. De hecho, agotadas prácticamente las posibilidades de seguir emitiendo, en las cantidades necesarias, Pagarés del Tesoro, de bajo coste y alta opacidad fiscal, el relevo ha sido tomado por los Bonos del Estado, a 3 años, emitidos casi todos al 12,95 por ciento de interés y, sobre todo, por las Letras del Tesoro, a un año, y a un tipo de interés que hasta hace poco se ha mantenido por encima del 15 por ciento.

Precisamente, en un inútil intento de disminuir el coste de la financiación del déficit, el Tesoro, sobre todo en la primera parte del año, decidió apelar en descubierto y sin interés al Banco de España, con lo cual provocó un grave fenómeno de perturbación de la política monetaria, obligando al Banco a drenar cantidades equivalentes de liquidez, mediante diversos instrumentos y métodos, todos los cuales suponían o inducían la elevación de los distintos tipos de interés del sistema, haciendo por otra parte estéril, a consecuencia de la interconexión entre el Banco y el Tesoro, vía rendimientos patrimoniales del Estado, el propósito de abaratar el coste de la financiación del déficit.

La política de elevados tipos de interés, practicada por el Banco de España, para evitar el recalentamiento de la situación, a consecuencia de las necesidades de financiación del sector público y, también, de la notable expansión del crédito al sector privado, no ha impedido que esta demanda de crédito siguiera pujante, dando prueba de la bondad de las expectativas empresariales y del crecimiento de la actividad en los diversos sectores privados. Sin embargo, a primeros de octubre, el Banco de España, aceptando que un crecimiento en 1987 de los activos líquidos del público (ALPs) del orden del 12 por ciento podría ser congruente con el verdadero crecimiento real del PIB y con el nivel de inflación existente, decidió iniciar una política de baja de tipos de interés, al tiempo que permitía, aprovechando un mayor pulso exportador, una cierta apreciación del tipo de cambio de la peseta. Ambas medidas combinadas han de ayudar, sin duda, a frenar la entrada de capitales extranjeros, reduciendo los problemas de conducción de la política monetaria.

Por cierto, que las imperfecciones observadas en la evolución de los ALPs como predictor de la evolución del producto, han planteado, tanto entre los estudiosos como en el propio Banco de emisión, la conveniencia de reconsiderar la elección de dicho agregado monetario como variable intermedia de la política monetaria. No es éste el lugar para extenderme en esta apasionante materia, y tampoco tenemos tiempo para ello, pero no me extrañaría que en los próximos meses las opiniones se decantaran hacia la elección de un

agregado mucho más simple que la M_4 , en el límite la base monetaria, M_0 , más fácilmente definible, cuantificable y controlable por el Banco de España.

La tendencia a la baja en los tipos de interés iniciada a primeros de octubre, cuando empezaron a flexionar tanto los tipos de emisión de las Letras del tesoro, como la cesión por el Banco de España de estos activos, adquirió mayor vigor y celeridad a partir del 16 de dicho mes, cuando empezó a descender el tipo marginal de adjudicación de créditos de regulación monetaria y, en su defecto, los de redescuento de activos día a día, habiéndose pasado a una fase de más clara reducción, cuando los fenómenos bursátiles parecen haberlo aconsejado. El mercado monetario ha flexionado, congruentemente, a la baja, de forma que el tipo de interés día a día, que a primeros de mes estaba alrededor del 17,5 por ciento, en estas fechas se halla en el 14,7 por ciento. Los tipos a seis meses han evolucionado en forma homogénea, pasando del 16,5 por ciento a primeros de mes a menos del 14 por ciento el día de ayer. La reducción en tan poco tiempo de tres puntos porcentuales en el corto y de dos puntos y medio en el largo, parece indicar claramente los deseos de la autoridad monetaria. Es pronto todavía para que el fenómeno se traslade a los restantes tipos del mercado y, singularmente, al coste del crédito, pero no hay ninguna duda de que, de seguir así las cosas, el hecho acabará produciéndose, en beneficio naturalmente de los inversores del sector privado, los cuales, si piensan que deberían hacer abstracción de las circunstancias bursátiles, podrían seguir manteniendo la actitud demostrada hasta ahora, en condiciones más favorables de coste.

Factores de esperanza

Quisiera ahora terminar diciendo que, a pesar de los problemas todavía pendientes de resolución en la economía española, a algunos de los cuales me he referido esta noche, y a pesar de los nubarrones que ensombrecen el panorama mundial en estos momentos, yo espero mucho de la recuperación económica iniciada en España, singularmente desde 1986. Espero, por supuesto, que contribuya a mejorar ampliamente el bienestar de todos los españoles y sienta las bases para un desarrollo sostenido en años futuros, que consolide nuestro "status" como país plenamente desarrollado e integrado en el concierto de la economía mundial. Pero espero también que esta recuperación comportará cambios algo más sutiles en ciertas pautas de nuestro comportamiento colectivo, hasta ahora defectuosas.

Quizás soy demasiado optimista, pero me parece observar que la nueva

fase de relanzamiento económico está haciendo brotar un nuevo interés por el mundo de la empresa como actividad creadora de riqueza y del empresario como persona que contribuye de forma decisiva al bienestar de la sociedad. Considero que uno de los aspectos más negativos de los últimos años ha sido el menosprecio social hacia el mundo de la economía, que se manifestaba, por ejemplo, en la escasa atención que se dedicaba en los medios de comunicación a expresar los méritos y las dificultades que tiene la vida de aquellas personas responsables del buen funcionamiento de una empresa en marcha. Mientras que el político, el obrero en paro e incluso el pasota y el drogadicto constituían figuras estelares de nuestro universo folklórico, el empresario parecería no preocupar en absoluto a nuestra sociedad. Y no se diga que esta despreocupación social es puramente anecdótica e intrascendente ya que, por el contrario, ha influido ampliamente en el terreno de la política económica siendo, en mi opinión, la causa de la falta de atención a ciertos problemas graves de la economía y de un enfoque que ponía mucho más énfasis en la acaparación de recursos por parte del sector público que en garantizar que el sector privado se encontrase en condiciones de generar estos recursos.

Es posible que esta actitud tuviera mucho que ver con la falta de horizontes de una sociedad estancada económicamente y por eso tengo esperanzas de que el actual crecimiento, al presentar de nuevo ante los ojos de los españoles un mundo donde existen posibilidades de mejoría material y de promoción personal, en un clima de libertad y de riesgo, contribuya a poner en su lugar los objetivos de creación de riqueza, que, en mi opinión, deben estar antes de los relativos a su distribución.