

La situación financiera internacional: un ensayo de análisis

Como es habitual, una situación de crisis no se produce

para la jubilación de una cantidad inmensa de personas.

Efectivamente, desde hace ya más de veinte años en los países financieramente más desarrollados, el ahorro de las familias se ha invertido de más en más en activos financieros. Como es bien sabido se considera que las familias sólo invierten en activos financieros, viviendas y terrenos. En poblaciones estables que no necesitan ya muchas viviendas y con una población envejecida y rica es normal que los ahorros financieros crezcan más deprisa que el PIB. Esto es especialmente cierto en aquellos países en los que las pensiones se financian por el sistema de capitalización.

Los activos financieros son de dos tipos fundamentalmente, aquellos que emiten las entidades de depósito (depósitos a la

**MANUEL
PIZARRO***

«Algunas de las tendencias que han confluído en esta crisis significan en realidad procesos de ahorro en los países desarrollados que al final son la esperanza para la jubilación de una cantidad inmensa de personas.»

*Presidente de la Bolsa de Madrid.

vista, de ahorro y a plazo) y los que directa o indirectamente van a cotizarse en algún mercado financiero. Directamente son pagarés, deuda, obligaciones privadas y acciones cotizadas o no; e indirectamente son pólizas de seguros de vida, participaciones de fondos de inversión o de pensiones y otra fórmulas de ahorro colectivo. Estas entidades invierten a su vez en todo tipo de activos de mercado, desde divisas hasta acciones y productos derivados. En general y en los países desarrollados la parte del ahorro que acaba en productos financieros negociables crece más deprisa que el ahorro financiero, que a su vez lo hace más deprisa que el PIB, como ya hemos dicho.

Según los últimos cálculos, la cantidad que manejan las instituciones de inversión son del orden de 17 billones (españoles) de dólares. Recordemos que el PIB español no llega a 0,6 billones de dólares.

Estas enormes masas de dinero se mueven por los mercados internacionales en busca de la mayor rentabilidad posible al amparo de una mayor libertad de movimientos de capitales y de una enorme facilidad técnica de comunicaciones.

La libertad de movimiento de capitales prácticamente total se ha alcanzado para algunos países europeos ya en la década de los 90, cuando otros europeos, Estados Unidos y los americanos en general la tenían 10 ó 15 años antes. Por lo tanto, en cierta medida es algo novedoso en los mercados financieros, sobre todo europeos y entre ellos España.

Otro proceso de una duración también larga ha estado sucediendo mientras tanto desde la crisis del petróleo y, precisamente, en muchos casos para enmascarar sus consecuencias en la estructura económica y la situación social. Los déficits de los Estados Europeos subieron de manera desconocida hasta el momento en tiempos de paz. Por su parte, y de una manera similar, los déficits en Estados Unidos y Canadá también crecieron aduciendo otras razones pero, en realidad, por las mismas.

En todo caso, la acumulación de deuda ha sido formidable, hasta el punto de que en los acuerdos de Maastricht se consideró una buena cifra, que habría que hacer esfuerzos para alcanzarla, el 60 por ciento del endeudamiento sobre el PIB. Ese objetivo 20 años antes hubiera parecido un total disparate.

Además el endeudamiento excesivo produce un círculo vicioso, puesto que los intereses contribuyen a aumentar el déficit del año siguiente. Recordemos, por último, que durante el largo ciclo alcista

«Según los últimos cálculos, la cantidad que manejan las instituciones de inversión son del orden de 17 billones (españoles) de dólares. Recordemos que el PIB español no llega a 0,6 billones de dólares.»



de los años 80 los déficits acumulados de los países desarrollados no han disminuido como sería de esperar, si los déficits tienen el componente cíclico que la teoría keynesiana clásica preconiza.

Otro fenómeno que ha contribuido a la actual inestabilidad financiera y monetaria fue precisamente la firma del Tratado de Maastricht por el que se acordaba un calendario de convergencia de las monedas europeas. Con ello el sistema financiero mundial se simplificaba sobremanera: una triplete de monedas, dólar, yen y ecu darían vida al sistema monetario mundial. La negativa a refrendar el Tratado por parte de Dinamarca en junio de 1992 y el referéndum francés de septiembre del mismo año que se ganó por escaso margen, pusieron en evidencia el grado de voluntarismo implícito en el tratado de convergencia. El Sistema Monetario Europeo, base y senda obligada de la Unión Monetaria, se puso a prueba hasta tal punto que dos monedas salieron de él y un año después las bandas, lejos de estrecharse, se ampliaron de manera tan extensa que se dio por extinto el mismo sistema.

Un último proceso nos parece relevante para explicar la inestabilidad de fines de 1994 y principios de 1995, el despegue económico de países latinoamericanos y del sudeste asiático durante los años 1992 y 1993. Las inversiones financieras fueron enormemente rentables en dichos países durante 1993, llevando a los mercados de acciones y de bonos a alturas difícilmente sostenibles a largo plazo. Durante 1994, de un modo natural y a veces explosivo, tanto los mercados financieros como las monedas han sufrido de los excesos pasados y han provocado una retirada de capitales de los países desarrollados, pero, además, también han provocado una desconfianza mayor de la natural hacia las monedas e inversiones en países de dudosa estabilidad monetaria. Creemos estar ya en disposición de explicar la inestabilidad observada en los mercados durante 1994 y 1995. Después de un año largo de recuperación económica los temores a una posible presión inflacionista en Estados Unidos llevó a la Reserva Federal a aumentar en varias ocasiones el tipo de interés a corto plazo en la inteligencia de que fortalecería la moneda, alejando así presiones inflacionistas, y no influiría demasiado en los tipos a largo plazo, ya que la curva temporal de tipos de interés tenía una pendiente muy pronunciada. Las elevaciones de tipos no sólo influyeron en los tipos a largo, sino que además provocaron movimientos paralelos en los tipos europeos y por tanto el dólar no se revaluó.

«La acumulación de deuda ha sido formidable, hasta el punto de que en los acuerdos de Maastricht se consideró una buena cifra, que habría que hacer esfuerzos para alcanzarla, el 60 por ciento del endeudamiento sobre el PIB. Ese objetivo 20 años antes hubiera parecido un total disparate.»



En Europa la subida de tipos no estaba justificada por una mejora de la coyuntura todavía muy en sus comienzos, por lo tanto, en condiciones normales no habrían subido los tipos y el dólar se habría revaluado, pero los déficits estatales contribuyeron de manera decisiva a mantener los tipos altos y crecientemente altos al acudir al mercado de forma masiva los estados uno tras otro.

Los gestores de fondos más conservadores que se pusieron a corto plazo mientras los tipos subían, tuvieron razón, y contribuyeron no poco a que continuasen subiendo los tipos, sobre todo a largo plazo. Todas las curvas temporales de tipos de interés tomaron pendientes positivas importantes, y en especial la española. Mientras tanto, las tensiones inflacionistas en Estados Unidos se manifestaron poco importantes, el PIB seguía creciendo considerablemente y la balanza comercial se deterioraba en parte debido a la peor coyuntura de excelentes clientes de Estados Unidos, como son los países emergentes de Sudamérica y de Oriente. Revaluar el dólar ya no era un objetivo y su debilidad comenzaba a ser patente. Por otra parte, los países con monedas con algunos problemas dejaron de ser centros de atracción para la inversión, un poco por contagio de los problemas acaecidos con los países emergentes. Entre estos países se ha incluido a España, Italia o Suecia que no habrían tenido consideración especialmente negativa en otro contexto.

El caso español es bien conocido y han jugado en su contra no sólo situaciones políticas interiores desagradables, sino tam bien el hecho de que en vez de converger, según los criterios de Maastricht (que son demasiado suaves para una verdadera unión), estamos separándonos del núcleo central de la Unión Europea,

La retirada de fondos y la derivación de éstos hacia los países de la zona del marco, debería haber producido un desplome de los tipos alemanes, holandeses o belgas, pero, una vez más, las emisiones de deuda por una parte y la actuación del Bundesbank, que no minora la tasa de interés a corto, producen una revaluación del marco y sus monedas asociadas poco tranquilizadoras.

Lo que queda claro en todo el proceso es que ninguna moneda está actuando como moneda de reserva y de último control de la liquidez mundial. Además, ninguna economía puede hacerlo sin

«El Sistema Monetario Europeo, base y senda obligada de la Unión Monetaria, se puso a prueba hasta tal punto que dos monedas salieron de él y un año después las bandas, lejos de estrecharse, se ampliaron de manera tan extensa que se dio por extinto el mismo



sufrir demasiado, por tanto, no es probable que la inestabilidad sea del todo eliminada.

Probablemente, las cifras de comercio exterior americano en un futuro no lejano pondrán en evidencia una infravaloración del dólar y el proceso actual se invertirá, pero tampoco el dólar puede hacer ya de moneda de reserva y sólo un movimiento acorde de todas las economías eliminaría la inestabilidad de raíz.

Las soluciones al problema no son sencillas, pero habría que intentar una solución estable que no sea volver a los controles de movimientos de capital que producirán más inconvenientes que ventajas.

Una moneda común europea significaría una más fácil solución al problema, ya que un acuerdo a tres, o incluso a dos, sería más sencillo que en la situación actual. Desgraciadamente la moneda común europea no es para mañana.

«Lo que queda claro en todo el proceso es que ninguna moneda está actuando como moneda de reserva y de último control de la liquidez mundial. Además, ninguna economía puede hacerlo sin sufrir demasiado, por tanto, no es probable que la inestabilidad sea del todo eliminada.»

