

CRONICA DE LA ACTUALIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL

Ricardo Cortes

Trataremos de los asuntos siguientes:

1. Inevitablemente tenemos que referirnos a las turbulencias que continúan en el Sistema Monetario Europeo, si bien con menos gravedad que en el pasado Diciembre. Se plantean las siguientes preguntas: ¿Conseguirá el franco francés (FF) evitar su devaluación respecto al deutschmark (DM)?, ¿O tendrá lugar una nueva realineación de las divisas de los países del Sistema Monetario europeo (SME)?, ¿Acabará Alemania bajando sus tipos de interés para ayudar al FF y a las demás divisas del SME?. Trataremos de contestarlas en lo que cabe.

2. Desde hace unos pocos años el oro ya no es lo que era. ¿Va a perder su función de reserva internacional en los tesoros de los bancos centrales?.

¿Conseguirá el franco francés (FF) evitar su devaluación frente el deutschmark (DM)?, ¿Acabará el Bundesbank bajando sus tipos de interés?. Son las preguntas que se hacen los especuladores en el mercado monetario, una profesión muy propensa a infartos de miocardio. En estos primeros meses del año lo tienen de veras difícil: todo el mundo daba por descontado que en Enero, al volver de vacaciones de Navidad, los especuladores continuarían su ofensiva contra el franco francés (FF), una ofensiva que, aunque no se justifique por los datos fundamentales -inflación y déficit presupuestario y corriente de Alemania y Francia- tenía serias probabilidades de triunfar. Pasada la primera quincena de Enero los analistas ya no están tan seguros de ello. Expondremos la situación de las economías y valutas alemana y francesa para calibrar las probabilidades de una devaluación, sin perder de vista que en esta batalla los elementos psicológicos son tanto o más importantes que los datos fundamentales.

Todo el mundo está de acuerdo en que una causa muy importante de las presentes dificultades de las economías de los países del SME (Sistema Monetario Europeo) son los altos tipos de interés alemanes que obligan a los demás miembros del SME a mantener altos los suyos. Igualmente las dificultades del FF y de la mayoría de las divisas del SME se deben a esos altos tipos alemanes: si es inconcebible (¿lo es de veras? en el mundo financiero internacional hay tantas sorpresas..) que el DM se devalúe, y al contrario, es probable que las demás monedas del SME acaben tarde o temprano devaluándose respecto al DM, lo sensato es venderlas y refugiarse en el DME. Así piensan no sólo los especuladores, sino también muchos ahorradores corrientes.

Por ello las presiones de los demás países del SME sobre el Bundesbank para que baje sus tipos de interés continúan, si bien han adquirido un cierto tono de resignada desesperanza: los que las ejercen parecen creer cada vez más, y no les falta razón, que el Bundesbank sólo suavizará su rígida posición si la inflación actual, de 3,8% (Diciembre) baje aunque sea en dos años al 2% para lo cual será necesario que se cumplan dos condiciones:

Primera, que el canciller Kohl tenga éxito en su "pacto de solidaridad" entre el gobierno, la oposición, los gobiernos de los "lander" (las regiones, recordemos que Alemania es un estado federal), los sindicatos obreros y los empresarios para conseguir moderación salarial. Ya el poderoso sindicato metalúrgico (el más fuerte de Alemania, con más de 4 millones de afiliados y cuyo secretario general, Herr Steinkühler, tiene fama de duro) aceptó a mediados de Diciembre un aumento salarial para los próximos 18 meses, algo inferior a la inflación, y dando prueba de un espíritu cívico poco común sigue apoyando el pacto de solidaridad. Su portavoz aprobó la línea general de las medidas presupuestarias a las que nos referiremos enseguida, en especial la promesa de aumentar los subsidios a Alemania Oriental y de continuar apoyando financieramente a las empresas de esa parte del país aunque no puedan ser privatizadas antes de que acabe 1994, si se estima que a largo plazo pueden ser viables. No parece fácil que otros sindicatos obreros, menos poderosos que el metalúrgico, con la posible excepción del de funcionarios públicos, vayan a ser mucho más intransigentes que aquél. Los sindicatos saben que la opinión pública alemana, preocupada sobre todo por la inflación, no se niega a aceptar en general que, en la presente situación, aumentar los salarios por encima de la inflación prevista significaría más paro y/o más inflación.

Y *segunda* que se reduzca, o al menos que se planee la reducción en años sucesivos, del elevado déficit presupuestario, debido a los enormes gastos de reconstrucción de Alemania Oriental (el 40% de la renta de sus habitantes procede de subvenciones estatales). La reducción caería especialmente sobre la partida de los gastos sociales, ya que no es posible reducir los gastos de reconstrucción. Para ello es preciso el asentimiento de la oposición, el partido socialdemócrata. El 19 de Enero el gobierno ha propuesto un paquete de medidas presupuestarias que suponen un aumento de la carga fiscal, que según el ministro de finanzas es socialmente justo, ya que el 70% del mismo recae sobre el 50% más rico de los contribuyentes.

Entre las medidas del paquete figura el reintroducir a partir de 1995 el "recargo de solidaridad" de un 7,5% sobre el IRPF y el impuesto de sociedades destinado a la reconstrucción de Alemania Oriental que caducó el pasado Julio, aumentar en el impuesto sobre circulación de vehículos a partir de 1994, reducir del capítulo de gastos para sueldos de funcionarios en un 1% anual en 1993 y otro 1% en 1994, reducir en 1% el seguro de paro para familias y en 3% el para parados sin hijos, rebajar gradualmente las ayudas directas (es decir independientes del volumen de la cosecha) a los agricultores empezando por un 2,5% en 1993 y llegando a cero en 1996, rebajar las ayudas a los inmigrantes con derecho de asilo en 2 mil millones de DM al año, reducir ciertas subvenciones a la producción, como la de carbón, etc.

Aun así no se conseguirá este año el objetivo primordial del paquete: reducir el déficit federal. Por el contrario, el déficit aumentará de 43 mil millones de DM el pasado año a 53 en 1993, por culpa del aumento de las ayudas a Alemania Oriental y de la disminución de los ingresos fiscales y del aumento de las prestaciones a los parados, consecuencia inevitable de la presente regresión de la economía. Recordemos que falta que la oposición, el partido socialdemócrata, apruebe el paquete. La actitud benévola del sindicato metalúrgico inclina a pensar que la oposición socialdemócrata podría aceptarlo sin demasiadas modificaciones.

Un informe reciente de los "5 sabios", cinco economistas de gran prestigio, aconsejan al gobierno en la circunstancia actual acudir a medidas de política fiscal y de rentas, más bien que de política monetaria, para reducir la inflación, y manifiestan su temor de que un empleo excesivo y preponderante de medidas monetarias produzca una seria recesión, un consejo que abre la posibilidad de que el Bundesbank baje algo, (no mucho) los tipos de interés si se llega al pacto de solidaridad y se aprueba lo esencial del paquete presupuestario.

De todos modos han aumentado las presiones en favor de una rebaja de los tipos de interés procedente del exterior. Michel Camdessus, francés y presidente del FMI, ha cambiado diametralmente las recomendaciones que hizo en la reunión del FMI en Washington en Septiembre: entonces aconsejó al Bundesbank que no cesara en su política de altos tipos de interés, afirmando que rebajarlos sería contraproducente y perjudicial para todos. A fines de diciembre ha dicho lo contrario. Según algunos, ese sorprendente cambio de actitud, más que a un nuevo examen de la situación por parte de Camdessus, se debe a los apuros del FF para mantener su cotización frente al DM. Camdessus pertenece al poderoso grupo de distinguidos burócratas franceses, casi todos salidos de la prestigiosa Ecole Nationale d'Administration, que han copado gran parte de los puestos de dirección de organismos multinacionales. Según muchos, Camdessus cuando las cosas se ponen feas para el FF no puede olvidar que es francés.

El escenario es siempre el mismo: los especuladores, la manada de lobos como les llaman en la City, después de haber devorado la libra, la peseta, la lira, la markka finesa y la corona sueca, obligándolas a devaluar o a salirse del SME o a romper su ligazón con el ecu (caso de las dos últimas), están dirigiendo ahora sus ataques al FF, a la corona danesa y al punt irlandés, este último una presa insignificante con la que no van a ganar mucho dinero si triunfan. Su principal objetivo es pues el FF y tras las vacaciones de Navidad, el 5 de Enero, reanudaron sus ataques. El Bundesbank y la Banque de France tuvieron que intervenir gastando el equivalente de 16,66 mil millones de FF en la primera semana de Enero y consiguieron que el FF se recuperase: había llegado a estar muy cerca de su límite inferior frente al DM.

Los especuladores han fracasado hasta ahora en primer lugar porque, como decíamos antes, los datos fundamentales (inflación, déficit fiscal, balanza corriente, etc) del FF y de la economía francesa son muy favorables, mejores que los alemanes. Orientándose sólo en ellos y habría que reevaluar el FF frente al DM. En efecto la inflación francesa en 1992 fue de 2%, la más baja en 36 años, mientras que la alemana fue de 3,8. En 1992 la balanza corriente alemana arrojó un déficit; Francia tuvo en 1992 un superávit de balanza comercial de 4,71 mil millones de FF. Además hasta ahora el Bundesbank ha prestado un apoyo ilimitado al Banco de Francia cuando éste compra FF con DM para defenderlo. ¿Quién va a vencer, los datos fundamentales o la opinión de los especuladores, es decir los hechos reales o las maniobras de un grupo?. Parece que si los datos fundamentales no cambian y si el Bundesbank continúa con su apoyo ilimitado los especuladores acabarán perdiendo.

Desde fines de Diciembre al momento en que se escribe esta crónica (21 de Enero) el Banco de Francia ha podido derrotar los ataques contra el FF sin demasiada dificultad. Aun así algún tiempo en Diciembre la cotización del FF estuvo por 0,75 puntos por debajo del indicador de convergencia respecto al DM, en la zona en que se considera que los bancos centrales empiezan a intervenir. Las cantidades empleadas en defender el FF han sido enormes: el equivalente de 156,2 miles de millones de FF en las siete últimas semanas del año pasado y de 16,66 en la primera semana de 1993, según datos oficiales franceses publicados el 19 de Enero. 16,66 mil millones de FF en la primera semana de 1993 no es una cifra despreciable. De todos modos el Banco de Francia ha podido devolver al Bundesbank las cantidades que le pidió prestadas para defender al FF, y mantiene que incluso obtuvo un beneficio en Septiembre pasado a consecuencia de sus operaciones de defensa. El corresponsal del "Financial Times" en París opina que es posible que el Banco de Francia no haya sufrido pérdidas en todas esas operaciones, porque al fin y a la postre el FF no se ha devaluado y la "hot money" el dinero volátil, que salió de él normalmente ha tenido que volver al mismo, una opinión más bien discutible.

En realidad el coste de la defensa del FF no ha recaído sobre el Banco de Francia, sino sobre la propia economía francesa. Altos tipos de interés a corto plazo (los tipos "overnight" es decir día a día, que los bancos piden al banco de Francia que sus reservas no desciendan por debajo del mínimo legal, exceden el 12%, y no hace mucho llegaron al 20%) hacen que el PDB crezca más lentamente que su potencial y que aumente el paro y las quiebras, especialmente en el pequeño comercio y en la construcción. Actualmente se dan unas 4 mil al mes. A consecuencia de menores ingresos por impuestos y mayores gastos por subsidios de paro se da por seguro que el déficit presupuestario este año sobrepasará con mucho los 185 mil millones de FF previstos. Pero lo peor sin duda ha sido el enorme aumento del paro, que llega a casi 3 millones, un 10,4% de la población activa, con 600.000 nuevos parados el año pasado.

Sin embargo el panorama de la economía francesa no es del todo lúgubre. Los tipos de interés a largo, los que de veras importan porque de ellos depende el nivel de inversión, no de especulación, están al nivel más bien confortable de algo menos del 8% (los alemanes están al 7) y casi no se han movido durante la crisis. Por otra parte el famoso orgullo francés hace que según las encuestas oficiales un 72% de los ciudadanos creen que hay que mantener un "franco fuerte" y se oponen a su devaluación frente al DM. Aquí el orgullo patriótico tiene buenas consecuencias para el país. Además no todo son inconvenientes en la política del "franco fuerte". Tiene también efectos beneficiosos: ha reducido la inflación al 2%, el nivel más bajo en 36 años. La industria francesa han podido reducir costes y aumentar la calidad, lo que la ha permitido aumentar considerablemente sus exportaciones a pesar de la alta cotización del FF. Así el déficit comercial de 30 mil millones de FF en 1991 se ha transformado en un superávit de 24 mil millones en los primeros 11 meses de 1992, aunque parece que ese impulso exportador se va desvaneciendo: el superávit de Noviembre fue sólo de 400 millones y bajó a cero en Diciembre.

De todos modos es conveniente plantear el problema de qué podría hacer el gobierno francés para hacer desaparecer los ataques contra el FF si éstos empiezan a hacerse insostenibles o la defensa contra ellos demasiado cara. En teoría el gobierno francés podría acudir a uno o ambos de los remedios tradicionales: devaluar el FF o subir aún más los tipos de interés a corto plazo. No parece que vaya a recurrir a ninguno de ellos, a menos que la situación se haga de veras grave, por las razones que expondremos a continuación.

Una devaluación es improbable, al menos por ahora, no sólo porque heriría el orgullo patriótico francés, sino también porque no tiene sentido con una balanza comercial en superávit y sobre todo porque no serviría para poder bajar los tipos de interés franceses, una medida que reduciría el paro, actualmente a niveles muy elevados, y reavivaría la economía. No sólo no permitiría bajar los tipos sino que incluso sería contraproducente, porque confirmaría una vez más la opinión tan extendida de que todas las monedas europeas tarde o temprano acaban devaluándose frente al DM, mientras que el DM no se devalúa nunca, sino que siempre acaba revaluándose. Con ello se reforzaría la tendencia a refugiarse en el DM, consiguiéndose lo contrario de los que se buscaba.

También hoy es muy improbable una subida en los tipos de interés franceses en el presente clima de recesión. En Noviembre el número de parados subió a 2.97 millones, un 10,5% de la población activa. Según las encuestas oficiales la confianza en el futuro de los empresarios franceses, preocupados por inventarios crecientes y por la flojera de la demanda, sigue disminuyendo. En una tal situación hay que descartar una subida de los tipos.

Puede uno preguntarse si las tensiones no van a amainar porque el Bundesbank acabe bajando los tipos de interés ante la situación no demasiado halagüeña de la economía alemana: en 1992 sólo creció un 0,8%, el más bajo en 10 años, y el DEW, un importante instituto para el estudio

de la coyuntura, considera muy posible que el PIB alemán baje en 1993. Lo mismo estima el viceministro de economía alemán, aunque cree que se tratará de una baja pasajera, porque los bancos alemanes no están en crisis como los de otros países industriales, el ahorro y la inversión continúan a buenos niveles y la infraestructura está sana. Uno de los "5 sabios" de la economía, Rüdiger Pöhl, (no confundir con Karl Otto Pöhl, el anterior presidente del Bundesbank) cree que el Bundesbank no bajará los tipos hasta la próxima primavera, no por la presión del exterior, sino porque la recesión creciente de la economía alemana, que ya ha comenzado, irá agravándose, como consecuencia la inflación y el crecimiento de la cantidad de dinero disminuirán, y ello permitirá, o incluso obligará al Bundesbank a bajar los tipos, desde luego con cautela y poco a poco. Parece el pronóstico más verosímil.

El 7 de Enero, respondiendo a esas presiones internas y externas, el Bundesbank rebajó el precio del dinero en el mercado monetario (mediante "repo", venta de certificados con pacto de recompra) en 0,15 puntos, de 8,75% a 8,60%, una rebaja simbólica que además deja intactos el tipo de descuento y sobre todo el Lombard, el que de veras interesa desde el punto de vista internacional.

No parece que tan pequeña rebaja tenga demasiada influencia en la cotización del DM. Sin embargo, ha servido para algo, al menos momentáneamente: las tensiones amainaron en la semana que acabó el viernes 15 de enero. En esa fecha el DM no estaba tan fuerte como en la primera semana del año, y su distancia frente a la divisa más baja, la punt irlandesa, había disminuido, tranquilizando algo a las autoridades monetarias francesas, porque parecía indicar que los especuladores contra el FF habían perdido su agresividad anterior.

Lo más decisivo para aliviar la presión sobre el FF no ha sido esa pequeña rebaja del precio del dinero en Alemania, sino una importante declaración conjunta del Bundesbank y de la Banque de France un día antes, el 6 de Enero, afirmando su firme propósito de seguir defendiendo la presente paridad entre el DM y el FF, que incluso en su redacción iba un poco más lejos que la que hicieron en la turbulencia monetaria del pasado Septiembre. De todos modos la Banque de France, para ir sobre seguro, reforzó esa declaración con una subida de 2 puntos, del 10 al 12%, en el interés que carga en los préstamos a corto plazo a los bancos comerciales.

Algunos políticos dentro del gobierno alemán no están demasiado conformes con la política restrictiva del Bundesbank. En una reunión del grupo G7 el 14 de Enero en Frankfurt el secretario de estado del ministerio de Finanzas alemán Horst Köhler afirmó que el Bundesbank debería tener más en cuenta en sus decisiones el elevado nivel de paro y el escaso crecimiento económico del país. El presidente del Bundesbank, Schlesinger, le salió al paso diciendo que es un error echar la culpa al Bundesbank y que el paro y poco crecimiento económico se deben, no a unos supuestos altos tipos (los tipos a largo, recalcó, hoy al 7%, están por debajo de la media de los últimos 25 años), sino a aumentos salariales y déficit presupuestarios excesivos. El Bundesbank defiende celosamente su autonomía y se niega a obedecer cualesquiera presiones del gobierno. Además la opinión dominante dentro del gobierno alemán no difiere demasiado de la del Bundesbank: el 19 de Enero el ministerio de Economía alemán declaró que el único medio de evitar una recesión larga y penosa es controlar los gastos salariales y presupuestarios de modo que el Bundesbank pueda bajar los tipos de interés. Ello revela una cierta divergencia entre el ministerio de Finanzas y el de Economía alemanes.

En resumen parece que no habrá por ahora una devaluación del FF frente al DM. Eso cree también el temido y célebre George Soros, un especulador húngaro afincado en Nueva York, cuyo fondo de inversión obtuvo un beneficio de entre 2 y 3 mil millones de dólares el año pasado

especulando en divisas, de ellos unos mil millones vendiendo libras. El gerente del fondo Soros ha declarado el 12 de Enero que el fondo no ha vendido FF durante las recientes tensiones, que el FF no estaba "fundamentalmente sobrevaluado" en el SME y que no planeaba vender FFs.

Otro objetivo de los ataques de los especuladores ha sido la corona danesa, que sin embargo ha resistido bastante bien, pero a costa de mantener altos tipos de interés a corto plazo y de una seria pérdida de competitividad en mercados extranjeros de importancia para las exportaciones danesas. El banco central danés proclama con orgullo que "la defensa de la corona danesa no nos ha costado un céntimo; los que han perdido dinero han sido los especuladores". La inflación danesa ha sido de sólo un 1,4% en 1992 y su balanza corriente arrojó el año pasado un superávit del 3% del PIB. Puede pues permitirse una cierta pérdida de competitividad.

Al cerrar esta crónica el 21 de Enero parece que las tres monedas amenazadas, el FF, la corona danesa y la punt irlandés han podido resistir los ataques. En ese ambiente más calmado tres bancos centrales europeos anunciaron el 19 de Enero recortes de sus tipos de interés en el mercado monetario. Los bancos centrales belga y holandés en una actuación simultánea y de acuerdo los rebajaron en 0,1 puntos, dejando ambos al mismo nivel, un 8,4%. Teniendo en cuenta que ambos bancos centrales siguen estrechamente al Bundesbank y le consultan con frecuencia, algunos analistas creen ver en esta mínima rebaja un signo de que el Bundesbank va también a bajar sus tipos.

El banco central danés también recortó el tipo de interés del mercado monetario en una cuantía mucho mayor que los anteriores, un punto, dejándole en un 12%. El recorte no influyó en la cotización de la corona danesa, que al contrario subió un poco respecto al DM. Quizá haya influido en este optimismo sobre la corona danesa el hecho de que según una reciente encuesta, si se celebra en Dinamarca un nuevo referendun sobre el Tratado de Maastricht "suavizado" tras la Cumbre de Edimburgo, los daneses lo aprobarán por amplia mayoría.

Estas bajas se interpretan como un signo de que las tensiones en el SME están amainando después de la intensa especulación de las últimas semanas. El que no vayan a reaparecer pasado algún tiempo es harina de otro costal. Hay que reconocer, lo prueba lo ocurrido desde el pasado Septiembre, que el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) del SME, es decir el congelar las paridades de sus monedas, es inherentemente inestable por su propia naturaleza, que es un sistema transitorio insostenible a la larga, que sólo sirve para el buen tiempo, y que fracasa en cuanto aparecen tensiones serias, es decir precisamente cuando es necesario. Si los datos fundamentales (inflación, déficit presupuestarios y corrientes, etc.) de los miembros del SME empiezan a diferir demasiado, el MTC falla y bien hay que retroceder devaluando con demasiada frecuencia o volviendo a la flotación, bien hay que avanzar hacia una moneda y un banco central únicos. No es extraño que haya quien piense que habría que llegar lo antes posible al banco central europeo, a una política monetaria europea única, aunque, como prevé el propio Tratado de Maastricht, en una primera fase sólo pudiera aplicarse a los países del "núcleo central" de la Comunidad Europea (CE), es decir Alemania, el Benelux, Francia, Austria en cuanto entre en la CE Y Dinamarca si lo desea.

¿Perderá el oro su papel de reserva de los bancos centrales?.

El oro ya no es lo que era. Esa reliquia de tiempos bárbaros que decía Keynes puede que vaya perdiendo su papel de reserva básica de los bancos centrales. Keynes decía también en los años 40 (recordemos que entonces se prohibía a los particulares poseer oro en barras, sólo se permitía

en joyas): "Dentro de unos siglos los observadores se maravillarán de la conducta de los hombres de hoy, que con enorme gasto de trabajo y capital abren agujeros gigantescos en Sudáfrica y en Australia, etc, sacan de ellos un metal amarillo, abren un agujero igualmente enorme en un lugar de los EE.UU. llamado Fort Knox (donde EE.UU. guardaba sus reservas de oro) y le meten allí, dando con ello un claro ejemplo de irracionalidad." ¿Acabará Keynes teniendo razón?. Veamos la evolución reciente.

A primeros de año el banco central neerlandés anunció que durante 1992 había vendido la cuarta parte del oro de sus reservas, 400 toneladas, más del 20% del oro extraído de las minas mundiales ese año. El banco central belga vendió 202 toneladas en 1992. El canadiense está vendiendo alrededor de 10 toneladas al mes desde hace unos 10 años. Entre los tres han vendido más de 700 toneladas en 1992, más de lo minado por el primer productor mundial, Sudáfrica. Si el ejemplo cunde no hay que descartar una caída importante del precio del oro, ahora de unos 330 dólares la onza. ¡Que lejos están los tiempos del fin de los años 70, y de las crisis del petróleo, con sus subidas locas del precio del oro, que llegó a sobrepasar los 800 dólares la onza!. Se comprende el pesimismo actual de las compañías mineras.

Es lógico que el oro como valor refugio haya perdido atractivo. En primer lugar después del hundimiento del imperio comunista la posibilidad de una guerra nuclear aniquiladora se ha desvanecido, y con ella el principal atractivo del oro para los temerosos, el ser un activo que aumenta su valor en tiempo de caos y desastre.

Además la política de los grandes países que determinan la economía mundial, EE.UU., Japón, y Alemania es decididamente antiinflacionista y asegura intereses reales (descontada la inflación) positivos. En la pasada época de gran inflación e intereses reales negativos el mantener un patrimonio en dinero significaba perderlo o reducirlo grandemente en pocos años. Por el contrario ahora, con una inflación moderada e intereses reales positivos y con un precio del oro en baja sería un error el mantener un patrimonio en un activo, como el oro, que no produce rendimientos, y no en títulos valores internacionales seguros. Así, si un banco central hubiese empleado en bonos en DM lo que invirtió hace 10 años en comprar oro, incluso calculando un interés compuesto más bien modesto, un 6%, los 459,25 dólares que costaba entonces una onza de oro se hubiesen convertido en 823, y eso sin contar con la revaluación del DM; por el contrario el precio actual el oro es sólo 330 la onza. La pérdida ha sido enorme.

Y por último el presente caos económico de Rusia, otro de los grandes productores de oro, inclina a pensar que venderá todo el oro que mine y aumentará su producción hasta el límite para conseguir divisas extranjeras y financiar su transición al capitalismo. Desde que empezó la caída del comunismo en 1989 a hoy, ha tenido que vender todas sus grandes reservas de oro. La presente disrupción del sistema económico ruso ha hecho disminuir la producción, pero es muy probable que el gobierno trate de recuperar lo antes posible los niveles anteriores, lo que supondrá un importante aumento de la oferta.

Los bancos centrales se dan cuenta perfecta de estos hechos y seguramente continuarán con su política de ventas cautelosas, para no tumbar los precios más de lo que están.

Algunos analistas dan por descontado que en la década de los 90 los bancos centrales seguirán vendiendo cada año más o menos lo mismo que en 1992, unas 700 toneladas, cifra que quizá no tumbe el precio, pero que seguro impedirá que suba.

Los bancos centrales han recurrido también a otros procedimientos para movilizar o reducir sus existencias de oro. Así prestan oro a los países y compañías productoras del mismo. Los préstamos se hacen a un interés muy reducido, un 1,5%. De ese modo los bancos centrales consiguen un beneficio, si bien modesto, de sus existencias de oro mediante un préstamo muy seguro, porque el productor les podrá ir devolviendo lo prestado con el oro que vaya extrayendo de la mina. Es también un buen negocio para los productores, que nunca conseguirían créditos a un interés tan bajo.

Además los bancos centrales están vendiendo las llamadas "call options", opciones de compra, que dan derecho al comprador a comprar oro a un precio determinado y en una fecha o período también determinados. También están acuñando y vendiendo monedas de oro especialmente lo bancos centrales de Bélgica y Japón.

Aun así según ciertos analistas no ha tenido lugar en los años 80 una disminución apreciable del volumen total de oro en las reservas de los bancos centrales, aunque la proporción de oro dentro de las reservas totales ha disminuido por el crecimiento de las mismas y por la baja del precio del oro. Si la reciente tendencia continúa es posible que ese volumen total empiece a disminuir.

Hay una causa adicional, aplicable a los bancos centrales de los países de la CE, o a al menos a algunos de ellos, que les incita a vender oro: la posible instauración de la moneda y el banco central únicos europeos si se cumple el tratado de Maastricht, lo que supondría la obligación de entregar parte de las reservas nacionales al Banco Central Europeo.

De todos modos hay que descontar una caída vertical y catastrófica del precio del oro, primero porque los bancos centrales vendedores se guardarán muy mucho de provocarla, y segundo porque existe una fuerte demanda en algunos países subdesarrollados, India sobre todo, donde las joyas de oro son un elemento fundamental de la dote de la mujer, una demanda que hasta hace poco no se podía satisfacer por restricciones a la importación, aunque había enormes importaciones ilegales. Aunque esas restricciones, al menos en principio, han desaparecido en gran parte, la demanda insatisfecha continúa.

También hay que descartar que el oro pierda por completo su función de reserva. Como en la economía mundial siempre están ocurriendo eventos imprevisibles, los bancos centrales, con muy bien acuerdo, aunque disminuyan la parte de sus reservas invertida en oro conservarán en oro una parte notable de las mismas.