

---

## CRONICA DE LA ACTUALIDAD FINANCIERA

---

El objeto de la presente crónica de la actualidad financiera, que inicia su publicación periódica en este número de Cuadernos de Información Económica, es ofrecer a los lectores un seguimiento de los hechos más destacables de la vida financiera nacional e internacional. No pretende hacer referencia a todos los hechos financieros acaecidos durante el mes, dada su limitada extensión, porque ello la convertiría en una reproducción de titulares y párrafos de la prensa financiera. Su orientación es selectiva, concentrando la atención sobre los temas más relevantes y completando su contenido con una miscelánea de referencias breves a acontecimientos de las empresas y de las entidades financieras.

### CONSECUENCIAS DE LA GUERRA DEL GOLFO.

Una guerra, si no es marginal y evidentemente ésta no lo es, cambia necesariamente el panorama económico y financiero mundial, y más aún una guerra como ésta, en que se lucha por el control de una mercancía básica para la economía mundial, el petróleo. Curiosamente desde que empezó el 2 de Agosto con la invasión de Kuwait ha tenido en los mercados financieros un impacto menor de el que se hubiese podido esperar. El 29 de Noviembre una Resolución de las Naciones Unidas autorizó a los aliados al uso de la fuerza contra el ejército de Sadam Hussein si éste no se retiraba de Kuwait el 15 de Enero. Parece lógico que las bolsas mundiales se hubiesen asustado ante la guerra que se venía encima, produciéndose, si no un pánico, al menos una baja considerable. Sin embargo no fue así: al aproximarse el 15 de Enero las bolsas de Nueva York, Londres, y después de algunas violentas oscilaciones también la de Tokio, acabaron a un nivel semejante al que tenían el 29 de Noviembre cuando se votó la Resolución. La causa de esta indiferencia fue que ya desde mediados del año pasado las bolsas mundiales fijaban su atención en la recesión que se aproximaba, y no en la crisis del Golfo y la influencia de ésta fue más bien marginal. Así en Nueva York el índice Dow Jones bajó sólo un 1,2% el 2 de Agosto, día de la invasión. Ya había perdido un 3,5% la quincena anterior a causa de la recesión.

Parece que los dealers neoyorkinos apostaban dos contra uno contra la posibilidad de una guerra y esperaban que dada la enorme superioridad técnica militar americana, si la guerra estallaba iba a durar pocos días. Se han equivocado en su primera creencia y se van a equivocar en la segunda: según los datos disponibles no parece probable que la guerra pueda a durar menos de mes y medio. Al menos así lo creen observadores reputados. EL Alto Mando norteamericano ya ha advertido contra optimismos exagerados, advirtiendo que la guerra será larga y dura.

---

El día 17, ante el éxito de los primeros bombardeos aliados, las bolsas subieron enormemente. Como no podía ser menos luego han bajado, y continúan con oscilaciones emocionales, según van llegando noticias del frente de batalla, y con muy poco volumen de negocio. Como decía el director de una reputada sociedad de valores, la gente está agachadita en su montón de dinero, sin invertir hasta ver lo que pasa.

Aparte de agudizar una tendencia a la baja ya existente la guerra del Golfo está teniendo ciertos efectos específicos. Así ha perjudicado seriamente a las compañías aéreas que han visto el número de pasajeros descender verticalmente por miedo al terrorismo. También están sufriendo el turismo (aunque este puede que se reponga si la guerra no dura mucho, ya que la temporada fuerte no comienza hasta Pascua), la industria hotelera y la publicidad, algo lógico ya que ese tipo de gastos, no de primera necesidad, son los primeros que se suspenden o se recortan mientras dura la guerra.

Incluso si eso no ocurre los efectos específicos mencionados acentuarán la caída de la demanda global agravando así la recesión que ya existe, al menos en Gran Bretaña y los EE.UU. ¿Reaccionarán pues las autoridades monetarias de estos países con una política monetaria más permisiva, rebajando los tipos de interés? No parece probable por ahora que esta posibilidad vaya a influir demasiado en las decisiones de las autoridades monetarias. A pesar de su preocupación por una posible escasez grave de crédito a las empresas, causada por el recelo de los bancos que ya tienen demasiados impagados, el Sr. Greenspan, presidente del Federal Reserve, el banco central de los EE.UU., ha dicho el 22 de enero que es demasiado pronto para saber si es preciso rebajar los tipos de interés.

Aunque ha declarado que la guerra cuesta menos de 1.000 millones de \$ al día, de los cuales algo menos de 500 para la guerra aérea, el Sr. Greenspan ha tratado de tranquilizar a la opinión, temerosa del enorme aumento del déficit presupuestario que supone, añadiendo que los EE.UU disponen de un inventario muy grande de material militar y que una parte sustancial del coste de la guerra puede cubrirse, si no dura mucho, reduciéndole, de modo que el aumento del déficit presupuestario puede ser mucho menos de lo que se ha calculado. Probablemente el Sr. Greenspan se está refiriendo al cálculo sobre el coste y duración de la guerra que acaba de hacer la Oficina Presupuestaria del Congreso de los EE.UU., según la cual la guerra podría durar seis meses y costar entre 50.000 y 80.000 millones de \$. La Oficina Presupuestaria ha seguido aquí las cifras a las que han llegado unos "think tanks" privados en Washington dedicados a estudios de defensa. Si resulta que el Sr. Greenspan es demasiado optimista y tiene razón la Oficina Presupuestaria, un aumento tan grande del déficit tendría un impacto considerable, (¿inflación? ¿subida de impuestos? ¿"crowding out" es decir hacer imposibles otras inversiones?) aunque siempre habrá keynesianos optimistas que le considerarán positivo porque contribuirá a hacer salir de la recesión.

Además puede que la Oficina Presupuestaria sea demasiado pesimista en los que respecta a la duración de la guerra. Observadores reputados no creen que pueda durar mucho más de tres meses.

En cuanto a los efectos generales es preciso distinguir entre dos escenarios posibles: una guerra corta, todo lo más dos o tres meses, y una larga. Prácticamente nadie duda que el resultado final será una victoria aliada, aunque ésta podría quizá ser sólo parcial, quedando Hussein en el poder en Irak con el peligro de que continuase así la inestabilidad en la zona.

La mayoría de los observadores creen que el impacto de una guerra corta en la economía mundial será limitado, e incluso beneficioso, al aumentar con la victoria la confianza de empresarios y consumidores y la demanda global para reparar los destrozos causados. Muchas inversiones que se suspendieron hasta ver que pasaba se reanudarán. Los consumidores harán los gastos aplazados ante la incertidumbre de la guerra. Sin embargo este efecto expansivo podría verse limitado por una posible subida de los tipos de interés causada por el inevitable aumento del déficit americano, ya muy elevado, a consecuencia de los gastos de guerra, aunque como dice el Sr. Greenspan puede que ese aumento sea relativamente pequeño. Según él, sin guerra el déficit hubiese sido de 300 a 325 miles de millones de dólares. El estima que la guerra costará de 20 a 30 miles de millones mensuales más. Los tipos de interés mundiales ya están sometidos a fuerte tensión al alza ocasionada por las necesidades de la reconstrucción de Alemania Oriental. La guerra los elevará aún más, algo seriamente peligroso en la presente tesitura de recesión en Inglaterra y los Estados Unidos.

Afortunadamente se da por seguro que tras una guerra corta el precio del petróleo descenderá dramáticamente, a menos que Sadam Hussein consiga dañar seriamente los pozos saudí y de los Emiratos, algo sumamente improbable. La baja del precio del petróleo hará bajar los costes de producción de las empresas, rebajará las expectativas de inflación y será un factor de prosperidad general en todo el mundo, mejorando grandemente las balanzas corrientes de los Estados Unidos y de los países del Tercer Mundo.

Por el contrario si la guerra se prolonga las consecuencias pueden ser graves: precios muy altos del petróleo, enorme aumento del déficit norteamericano y de los tipos de interés mundiales, mayor inflación, práctica suspensión de inversiones mientras dure, y una recesión que afectaría sobre todo al Tercer Mundo.

La peor posibilidad sería que, aunque la guerra acabe pronto y sin causar demasiados destrozos, su fin no suponga el derrocamiento de Sadam Hussein, y este continúe con su poderío militar aunque dañado aún considerable. En tal caso continuará la amenaza terrorista, la inestabilidad en el Golfo y la inseguridad en el suministro de petróleo, con el efecto depresivo consiguiente en la economía mundial. La consecuencia

---

podría ser una recesión a escala mundial de efectos políticos y sociales imprevisibles y quizá graves.

### EL GRUPO DE LOS SIETE SE REUNE EN NUEVA YORK.

Los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de los siete países más ricos - EE.UU., Japón, Canadá, Alemania, Francia, Gran Bretaña e Italia se reunieron el 21 de Enero en Nueva York, como lo vienen haciendo periódicamente. Ya no son tan ambiciosos como cuando el Acuerdo del Louvre, en febrero de 1987 que instituyó lo que se llamó "flotación controlada" de las divisas de los siete, es decir evitar que los tipos de cambio entre ellas oscilasen demasiado manteniéndolos en límites estrechos. Ahora los Siete son más modestos: el comunicado final de la reunión anunció simplemente una acción conjunta de los Siete en caso de inestabilidad cambiaria grave, lo cual es por supuesto obligado, ya que si el Grupo de los Siete (G7) no actuase en esos casos su utilidad sería más que discutible. En la conferencia de prensa final preguntaron al Secretario del Tesoro americano (equivalente a nuestro ministro de Hacienda) en que consistiría esa acción conjunta. Contestó que los ministros o los gobernadores "agarrarían el teléfono, hablarían de ello y quizá tomarían medidas", es decir quedó claro que los Siete no han decidido que tipo de medidas van a tomar. Seguro que esa respuesta no le hizo mucha gracia al ministro francés, Sr. Berezgoy, partidario decidido de evitar que el deutschmark (DM) suba respecto al franco francés. El Sr. Pöhl, Presidente del Bundesbank, que inspira a los demás europeos la misma admiración reverencial que antes el ejército prusiano, descartó la posibilidad de congelar los tipos de cambio entre los Siete. La respuesta del Sr. Pöhl dejó claro que el mayestático Bundesbank podría elevar sus tipos de interés si lo creyese necesario. Sin embargo un periódico tan serio como el Financial Times cree posible que el Sr. Pöhl haya indicado a sus colegas que está contento con que los tipos de interés sigan a su nivel actual. Podemos figurarnos el suspiro de alivio de franceses e italianos al oírle.

La reunión ha sido más fructífera en otros terrenos: se ha decidido reducir en más de un tercio las deudas de Egipto, para recompensar su ayuda en la guerra del Golfo, y de Polonia, para ayudarla a salir de su difícilísima situación económica. Polonia debe unos 45.000 millones de \$, tres cuartos de esa cifra a gobiernos (deuda oficial), no a compañías privadas. Las negociaciones para reducir la deuda oficial polaca se habían atascado. Polonia pedía que se rebajase en un 80%. Gran Bretaña y los EE.UU. parecían aceptarlo, pero los otros gobiernos acreedores (entre ellos Alemania, el más importante) se mostraban reacios. Es posible figurarse la decepción de Polonia, que encuentra injusto que se le haga responder de las deudas contraídas por un gobierno impuesto sobre el país por el ejército invasor soviético y sin legitimidad democrática alguna, y que ha instaurado un plan de reforma económica durísimo, preparado por el FMI, que está causando grandes sacrificios a la población. Tanto en el caso egipcio como en el polaco se hace depender la reducción

de la deuda de la aceptación por los gobiernos respectivos del plan de ajuste económico redactado por el FMI.

Por último Alemania y Japón, que no intervienen militarmente en la guerra han aceptado el hacerse cargo de una parte mayor de los gastos de ella por encima de lo que ya habían prometido hasta ahora, tratando así de aminorar la irritación creciente de los EE.UU. y Gran Bretaña, que estiman que no es justo que carguen ellos solos con el gasto y pérdidas humanas de una guerra para asegurar el suministro de una fuente de energía, el petróleo, necesaria para todo Occidente.

### **BANCOS ESPAÑOLES ENTRE LOS MEJORES DEL MUNDO.**

En una encuesta realizada por la prestigiosa revista financiera británica "Euromoney" en su número de diciembre pasado para averiguar cuales eran los mejores bancos del mundo, seleccionados de entre los 150 más grandes -aquellos con más de 1.300 millones de \$ de capital - aparece en el primer lugar el Banco Popular de nuestro país, el Banco Santander en el quinto, el BBV en el décimo, el Banco Central en el 43º, la Caja de Madrid en el 63º y el Banesto en el 81º. Parece pues que el pesimismo tan español sobre nuestra poca capacidad para la industria y el comercio no está justificado, al menos en lo que respecta al negocio bancario. ¿No se equivocaría Cánovas del Castillo al decir que es español el que no puede ser otra cosa y tendría razón Laín Entralgo al hablar del español y su complejo de inferioridad, quizá infundado?

No tiene mucho sentido decir que un banco es mejor que otro si se desconocen los criterios que han servido para clasificarlos. Han sido los siguientes: la mitad del "ranking" se ha determinado por los siguientes criterios objetivos: beneficios como porcentaje de capital con un peso del 15%, porcentaje de beneficios sobre activos con un 10%, idem descontando la inflación con un 10%, porcentaje de gastos de explotación sobre beneficios con un 5%, porcentaje de pagos por intereses sobre activos medios con un 5%. La otra mitad se ha determinado según criterios subjetivos: por partes iguales viene dada por los "ratings" dados al banco en cuestión por las tres grandes sociedades calificadoras y asesoras de inversiones, Moodys, Standard and Poor y BCA el 30 de octubre de 1990, y por los "ratings" dados a cada banco examinado por al menos cinco analistas financieros de reputación.

Sobre 100 puntos el Banco Popular obtuvo 85,74, el Santander 80,65 y el BBV 76,02.

Según "Euromoney" las causas de la excelencia del Banco Popular son su talante conservador, el dedicarse a lo que ha hecho siempre, el tener una clientela básicamente rural y fiel, ya que sus sucursales son muchas veces la única en el pueblo pequeño en que radican (1.000 de sus 1.643 agencias son rurales), el haber dirigido su estrategia a conseguir

grupos definidos de consumidores (así por ejemplo el pago de los billetes de avión de la IATA y como consecuencia un buen número de agencias de viaje), el no haberse metido en aventuras internacionales que tan mal resultado han dado a otros bancos (su portfolio neto en títulos de países menos desarrollados no llega a un millón de \$), y el no haberse metido en la guerra de supercuentas iniciada por el Banco Santander, sino el haberla contrarrestado hábilmente concediendo extratipos a sus clientes importantes y fiables que lo solicitasen, es decir prácticamente a todos. En resumen el haber seguido el refrán "zapatero a tus zapatos" y no haberse metido en aventuras. Sin embargo, y en aparente contradicción con su carácter localista, el Banco Popular de entre los grandes españoles, es el que tiene mayor participación extranjera (básicamente institucional) en su capital: algo más del 40%. La alta calificación del Banco Popular parece probar además que la excelencia tiene muy poco que ver con la magnitud: El Popular, por tamaño, ocupa el sexto lugar entre los grandes españoles.

Por extraño que parezca, la causa del éxito según "Euromoney" del otro banco español de más éxito, el Santander, es el haber seguido una política diametralmente opuesta: el haber sido el más innovador, agresivo y expansionista del país. El Banco Santander inició la guerra de las supercuentas, que los demás se vieron obligados a seguir a los seis meses, es el más internacional de los bancos españoles (según Salomon Brothers pertenece a "el grupo naciente de bancos paneuropeos, el único banco español dentro de ese grupo muy selecto"), introdujo en la práctica bancaria española opciones y futuros, y ha entrado en alianzas con bancos extranjeros (compró el 10% del Royal Bank of Scotland en 1988 y el 5% del Kemper en los Estados Unidos en 1989).

Ambos bancos obtienen beneficios elevados: un 25,2% sobre su capital el Popular en 1989, y eso incluso después de haber hecho un provisión especial para imprevistos de 14.000 millones de pesetas de la que hubiese podido prescindir según los expertos.

## MISCELANEA

Acabaremos esta crónica con una serie de breves noticias de interés financiero.

**FRANCIA SE DESMARCA DEL PLAN DELORS.** El ministro de Economía francés, Sr. Beregovoy parece inclinarse a favor del plan británico de crear una decimotercera moneda comunitaria, el ecu duro, que nunca podría devaluarse, como paso intermedio y preparatorio a la creación de una moneda única europea, que podría ser el propio ecu duro cuando las economías de los Doce se hayan acercado lo suficiente para permitirlo, evitando así una Europa en dos velocidades, con un grupo de rezagados, los miembros de economías más débiles, que sólo aceptarían la disciplina de una moneda única cuando sus economías fuesen lo suficientemente fuertes para ello. El plan del presidente de la Comisión Europea,

Sr. Delors, de crear directamente una moneda europea parece pues en peligro. España, muy probablemente Italia y ahora Francia se inclinan cada vez más hacia el plan británico. Alemania también se está enfriando en su apoyo al plan Delors porque teme que el banco central europeo creado por el mismo no siga una política antiinflacionista tan estricta como la que hoy sigue el Bundesbank.

**NUEVA EMISION DE BONOS MATADOR. FUTURAS EMISIONES PUEDE QUE NO TENGAN BUENA ACOGIDA.** La reciente emisión por el gobierno austriaco de bonos matador (bonos en pesetas emitidos por entidades o gobiernos no españoles en el mercado internacional) por 15.000 millones de pesetas a seis años con una rentabilidad del 13,35%, treinta puntos básicos por debajo de la emisión matador que la precedió hecha por el gobierno danés, se ha vendido bien. La emisión incluye un swap (cambio de la corriente de intereses en la moneda del bono, en este caso pesetas, por otra en otra moneda, en este caso francos suizos) a interés fijo en francos suizos. Ello indica que las autoridades monetarias españolas, que han aprobado esta operación, confían en que la cotización de la peseta se va a mantener en el futuro.

Se va a producir un hecho que probablemente hará que las emisiones de bonos matador se hagan menos apetecibles: hoy las únicas emisiones en pesetas no sujetas a retención fiscal son los bonos matador. En la Ley de Presupuestos para 1991 se prevé que las inversiones en deuda pública en pesetas de no residentes en España tampoco estarán sujetas a retención. La ventaja comparativa de los bonos matador desaparece pues. Sus emisores tendrán que ofrecer condiciones mucho más favorables para colocarlos, con lo que es muy posible que las emisiones disminuyan considerablemente. Hay analistas que prevén incluso su desaparición.

Al suprimir la retención en deuda pública en manos de no residentes el Tesoro español podrá colocar mejor sus bonos y obligaciones en los mercados internacionales. Algunos analistas prevén por lo tanto un considerable aumento de emisiones del Estado Español de bonos a tres y cinco años y de obligaciones a diez años, descendiendo en cambio el volumen de emisiones de letras y pagarés del Tesoro.

**ES TODAVIA PRONTO PARA BAJAR LOS TIPOS DE INTERES, DICE MARIANO RUBIO,** gobernador del Banco de España, a pesar de las cifras favorables de inflación en 1990. Su objetivo es reducirla hasta el nivel de los países comunitarios más estables. La batalla está todavía por ganar. Para que el tipo de interés real español se aproxime al de los países comunitarios más prósperos es indispensable reducir la inflación. España continuará registrando uno de los mayores índices de crecimiento económico de la CE, pero esto dependerá de conseguir dominar la inflación.

---

La eliminación, ya anunciada, del depósito no remunerado en el Banco de España del 30% del endeudamiento exterior se hará esperar: es cuestión de meses más que de semanas. Esa eliminación no tiene porqué ir acompañada de una baja en el tipo de interés.

En cuanto a la presente cotización de la peseta, para algunos demasiado alta, el Gobernador del Banco de España la considera una defensa contra la inflación, por lo que cree que, sin intentar mantenerla en los altos niveles actuales hay que evitar que descienda fuertemente. Reconoció sin embargo que ha agravado el déficit comercial español, aunque afortunadamente en los últimos meses nuestras exportaciones han aumentado grandemente haciéndose más competitivas.

El Gobernador se mostró partidario de la propuesta británica de un ecu duro (ver al principio de esta miscelánea) que sería el centro de la segunda fase de la Unión Monetaria Europea, mientras que una moneda única y un banco central constituirían la tercera fase, pero sin cerrarse de antemano a otras propuestas, como ya anunció el ministro de Economía y Hacienda en septiembre pasado.

**LOS PAGARES DE EMPRESA TAMBIEN PUEDEN SER INSEGUROS.** En una situación económica delicada como la actual el ahorrador precavido que no quiere riesgos tiende a invertir en valores de renta fija, (deuda pública, obligaciones o pagarés de empresa) apartándose de la inversión en acciones. Sin embargo los pagarés pueden no ser del todo seguros. La empresa Cartemar ha comunicado en diciembre que no puede responder del pago de los intereses de los pagarés de una empresa inmobiliaria que había distribuido. Aunque ese incumplimiento sólo ha ocurrido raras veces, la prestigiosa sociedad de asesoramiento y calificación de inversiones Moodys en su reciente informe dice que hasta ahora "aunque haya tenido lugar un incumplimiento por parte de un emisor de pagarés, las pérdidas resultantes han sido asumidas por el sistema bancario y el inversor final no ha resultado afectado. Eso no implica que vaya a ser así en caso de futuros incumplimientos".

---